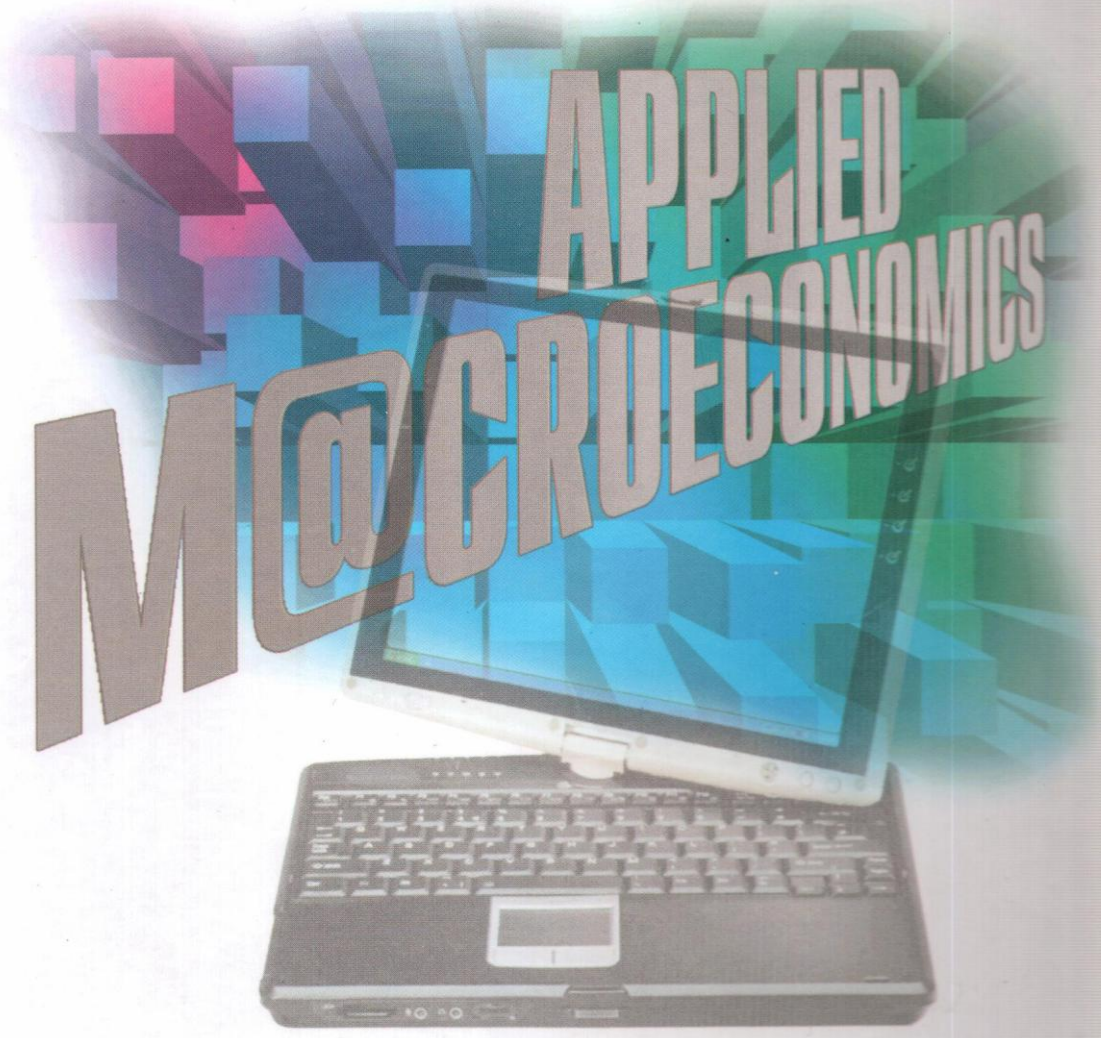
Алексей Киреев

ПРИКЛАДНАЯ М@КРОЭКОНОМИКА



CD-ROM

УДК 339(075.8)
ББК 65.5Я73
К43

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

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

Киреев А.П.
К43 Прикладная макроэкономика. Учебник. – М.: Междунар. отношения, 2006. – 456 с.

ISBN 5-7133-1238-0

Прогноз валютного курса и инфляции, состояние денежно-кредитной системы страны, оценка механизмов регулирования финансового рынка, торгового режима и инвестиционного климата и их возможного развития – таковы некоторые практические вопросы, с которыми ежедневно сталкивается бизнес. Анализ сложившейся экономической ситуации в стране, составление альтернативных макроэкономических программ на перспективу, формулировка позиции по экономическим вопросам на переговорах – фокус ежедневной деятельности правительств, политических партий, мозговых центров. Перед вами учебник по прикладной макроэкономике, которая покажет вам, как подойти к решению этих проблем. Книга предназначена для экономистов и финансистов, как действующих, так и будущих.

Учебник дополнен компьютерным на CD-rom приложением, которое содержит модели решения прикладных экономических проблем, а также каталог web-ресурсов и глоссарий.

УДК 339(075.8)
ББК 65.5Я73

© Киреев А.П., 2006
© Подготовка к изданию и оформление изд-ва «Международные отношения», 2006

ISBN 5-7133-1238-0

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение 11

РАЗДЕЛ 1

АНАЛИЗ И ПРОГРАММИРОВАНИЕ МОНЕТАРНОГО СЕКТОРА 19

Глава 1. Ликвидность 21
1. Денежные агрегаты 21
Широкие деньги 22
Резервные деньги 26
2. Органы денежного управления 28
Функции органов денежного управления 28
Баланс органов денежного управления 29
3. Составление обзора денежной сферы 31
Схематическое представление 31
Стилизованное представление 33
4. Анализ обзора денежной сферы 38
Обзор денежной сферы при фиксированном валютном курсе 38
Обзор денежной сферы при плавающем валютном курсе 44
5. Резюме 50
6. Контрольные задания 51
Вопросы для повторения 51
Ответы на выбор 52
Проблемы для обсуждения 52
Задачи 53

Глава 2. Инструменты денежной политики 56
1. Основные механизмы 56
Цели денежной политики 57
Система инструментов 57
Приемлемые партнеры 57
Приемлемые активы 60
Первоначальное размещение активов 61
Основные процедуры 63
Методы контроля рисков 64
2. Операции на открытом рынке 65
Реверсные операции 66
Выпуск долговых сертификатов ЦБ 68
Свопы с иностранной валютой 69
Привлечение депозитов 70
3. Постоянно действующие финансовые механизмы 71

4. Резервные требования ... 75
Резервная база ... 76
Единство нормы резервирования ... 77
Период поддержания резервов ... 78
5. Резюме ... 79
6. Контрольные задания ... 81
Вопросы для повторения ... 81
Ответы на выбор ... 81
Проблемы для обсуждения ... 82
Задачи ... 83

Глава 3. Спрос на деньги ... 86
1. Теории спроса на деньги ... 86
Классическая количественная теория ... 88
Кембриджский подход к классической теории ... 89
Кейнсианская теория ... 91
Монетаристская теория ... 92
2. Вычисляемые модели спроса на деньги ... 94
Количественная модель ... 94
Функциональная модель ... 99
Факторы спроса на деньги ... 100
Эластичность спроса на деньги ... 101
3. Эконометрическое моделирование спроса на деньги ... 103
Статическая спецификация ... 103
Динамическая спецификация ... 105
Спецификация для стран с высокой инфляцией ... 108
Выбор переменных ... 111
Характеристики модели ... 115
4. Резюме ... 117
5. Контрольные задания ... 118
Вопросы для повторения ... 118
Ответы на выбор ... 119
Проблемы для обсуждения ... 120
Задачи ... 121

Глава 4. Предложение денег ... 124
1. Трансмиссионный механизм ... 124
Связь резервных денег с ВВП ... 124
Цели денежной политики ... 125
Правила предложения денег ... 130
2. Контроль ЦБ над резервными деньгами ... 132
Что определяет степень контроля ... 132
Компоненты резервных денег ... 133
Инструменты увеличения резервных денег ... 135
Инструменты сокращения резервных денег ... 138
3. Мультипликатор ... 140
Краткая запись ... 140
Развернутая запись ... 141
Интерпретация изменения коэффициентов ... 141
4. Широкие деньги ... 147
Полная модель предложения денег ... 147
Иерархия факторов, влияющих на предложение денег ... 149
Контролирующие агенты ... 150

5. Программирование предложения денег ... 151
Последовательность программирования ... 151
Обзор денежной сферы ... 151
Счета органов денежного управления ... 155
Консолидированный баланс банков ... 158
Анализ факторов, влияющих на денежную ликвидность ... 160
6. Резюме ... 162
7. Контрольные задания ... 164
Вопросы для повторения ... 164
Ответы на выбор ... 165
Проблемы для обсуждения ... 166
Задачи ... 167

Глава 5. Инфляция и дефляция ... 170
1. Идентификация инфляции ... 170
Инфляция, вызванная спросом ... 171
Инфляция издержек ... 171
Инфляция, основанная на ожиданиях ... 172
Структурная инфляция ... 173
2. Эконометрическое моделирование инфляции ... 175
Однофакторная модель ... 175
Многофакторная модель ... 175
Стилизованная модель ... 180
3. Инфляционные ориентиры ... 181
Условия и ограничения ... 182
Параметры инфляционной цели ... 184
4. Дефляция ... 186
Источники дефляции ... 186
Опасности дефляции ... 187
Показатели дефляции ... 188
Антидефляционные меры ... 189
5. Резюме ... 190
6. Контрольные задания ... 192
Вопросы для повторения ... 192
Ответы на выбор ... 192
Проблемы для обсуждения ... 194
Задачи ... 194

РАЗДЕЛ 2

АНАЛИЗ И ПРОГРАММИРОВАНИЕ ВНЕШНЕГО СЕКТОРА ... 197

Глава 6. Платежный баланс ... 199
1. Статистическое представление платежного баланса ... 199
Принципы составления ... 200
Источники данных ... 206
Детализация данных платежного баланса ... 207
2. Счет текущих операций ... 209
Товары ... 209
Услуги ... 210
Доходы ... 212
Текущие трансферты ... 214
3. Счет операций с капиталом и финансовых операций ... 216
Капитальные трансферты ... 216

Прямые инвестиции ... 217
Портфельные инвестиции ... 218
Другие инвестиции ... 221
Резервные активы ... 221
Баланс международных инвестиций ... 223
4. Аналитическое представление платежного баланса ... 225
Сокращенная форма ... 225
Чрезвычайное финансирование ... 228
Аналитические соотношения ... 229
5. Анализ платежного баланса ... 231
Автономные и неавтономные статьи ... 231
Приемлемость текущего баланса ... 232
Анализ торгового баланса ... 239
Анализ других компонентов текущего баланса ... 242
Капитальный и финансовый счета ... 243
6. Прогнозирование платежного баланса ... 245
Предпосылки прогноза ... 245
Экспорт ... 247
Импорт ... 251
Услуги, доходы и трансферты ... 255
Финансовый счет и счет движения капитала ... 258
Финансирование ... 259
Практические советы ... 261
7. Резюме ... 271
8. Контрольные задания ... 273
Вопросы для повторения ... 273
Ответы на выбор ... 275
Проблемы для обсуждения ... 277
Задачи ... 279

Глава 7. Внешнеторговая политика ... 282
1. Компоненты анализа внешнеторговой политики ... 283
Основные принципы ... 283
Схема анализа ... 284
2. Торговый режим ... 287
Цели торговой политики ... 287
Институциональная структура ... 288
Международные торговые соглашения ... 289
3. Импортные меры ... 292
Содействие торговле ... 292
Тарифы и прочие сборы ... 297
Нетарифное регулирование и контроль ... 304
Технические барьеры в торговле ... 308
Чрезвычайные меры ... 310
Государственное участие ... 312
4. Экспортные меры ... 316
Тарифы и прочие сборы ... 316
Нетарифное регулирование и контроль ... 317
Содействие экспорту ... 318
Государственное участие ... 320
5. Внутренние меры ... 322
Налоговый режим ... 322
Политика в области инвестиций ... 323

Охрана прав интеллектуальной собственности ... 324
Политика в области конкуренции ... 326
6. Отраслевые меры ... 328
Сельское хозяйство ... 329
Текстиль и одежда ... 331
Услуги ... 333
7. Резюме ... 335
8. Контрольные задания ... 337
Вопросы для повторения ... 337
Ответы на выбор ... 339
Проблемы для обсуждения ... 340
Задачи ... 341

Глава 8. Инвестиционная политика ... 343
1. Компоненты анализа инвестиционной политики ... 343
Законодательная практика ... 343
Определение инвестиций ... 344
Схема анализа ... 345
2. Инвестиционный режим ... 347
Режим доступа инвестиций ... 347
Стандарты обращения с инвестициями ... 348
Защита инвестиций ... 350
Содействие инвестициям ... 351
3. Ограничения на движение капитала ... 354
Типы ограничений ... 354
Мотивация контроля за движением капитала ... 357
Либерализация контроля за движением капитала ... 359
4. Резюме ... 364
5. Контрольные задания ... 365
Вопросы для повторения ... 365
Ответы на выбор ... 367
Проблемы для обсуждения ... 368
Задачи ... 369

Глава 9. Валютный курс ... 372
1. Понятие валютного курса ... 372
Классификация валютных курсов ... 372
Колебания валютного курса ... 376
Индексы валютного курса ... 377
2. Оценка равновесного уровня валютного курса ... 381
Равновесный курс ... 381
Паритет покупательной способности ... 382
Макроэкономический баланс ... 387
Модели валютного курса ... 390
3. Выбор режима валютного курса ... 393
Сокращение инфляции ... 394
Конкурентоспособность ... 394
Макроэкономическая стабильность ... 395
Независимость денежной политики ... 395
Регулирование потоков капитала ... 396
Политические соображения ... 397
4. Девальвация ... 398
Признаки завышенного валютного курса ... 398
Воздействие девальвации на экономику ... 399

5. Резюме ... 402
6. Контрольные задания ... 403
Вопросы для повторения ... 403
Ответы на выбор ... 405
Проблемы для обсуждения ... 405
Задачи ... 407

Глава 10. Валютные резервы ... 410
1. Понятие резервов ... 410
Валютная ликвидность ... 410
Международные резервы ... 411
2. Адекватность резервов ... 413
Специфические факторы ... 413
Измерение адекватности резервов ... 414
3. Управление резервами ... 417
Валютный состав резервов ... 417
Принципы управления резервами ... 419
4. Резюме ... 421
5. Контрольные задания ... 422
Вопросы для повторения ... 422
Ответы на выбор ... 423
Проблемы для обсуждения ... 424
Задачи ... 425

Заключение ... 427

Глоссарий ... 433

Дополнительные источники ... 452

Ответы на контрольные задания ... 454

Введение

Экономика – это раздел логики, способ мышления.

Экономика – это в основном наука этики, а не естественная наука.

Джон Мейнард Кейнс (1883–1946), английский экономист и государственный деятель

Вы открыли учебник, посвященный новой для экономической науки дисциплине, – прикладному макроэкономическому анализу и программированию.

Макроэкономическим анализом в той или иной степени занимались практически все экономисты, начиная с Адама Смита. Даже если считать теорию ясной, как применить ее на практике при составлении программ экономического развития, понятно далеко не всегда. Макроэкономический анализ не преподается в университетах, да и прочитать на эту тему почти нечего ни у нас, ни за рубежом. Стандартные учебники по макроэкономике, так же как и фундаментальные, но излишне математизированные монографии могут дать общую ориентацию, но не ответят на практические вопросы, которые каждый день встают перед людьми, вовлеченными в осуществление макроэкономической политики: как распознать надвигающийся кризис, правилен ли уровень валютного курса, в чем причины роста цен и прочее, и прочее, и прочее.

Наука или искусство?

Прикладной макроэкономический анализ – это скорее искусство (*art*), т.е. преднамеренное созидание нового, чем наука (*science*), т.е. открытие существующих, но неизвестных человеку законов, путем эмпирических исследований.

Идея не нова и восходит к Аристотелю. В соответствии с одним из наиболее авторитетных в настоящее время подходов наука должна обладать характеристиками фальсифицируемости (располагать механизмом опровержения полученных результатов, верифицируемости (давать возможность проверки результатов), объективности (теоретические построения должны соответствовать фактам), непротиворечивости (принятие суждений должно следовать правилам формальной логики) и неэкстраполируемости (полученные выводы нельзя распространять за пределы исходных условий)[1].

Экономика делает прямо противоположное – механизм опровержения полученных результатов отсутствует, и сами результаты часто имеют характер хорошо обоснованной веры, нежели доказанного суждения; проверить теоретические результаты чаще всего невозможно, по-

[1] Поппер К. Логика и рост научного знания. – М.: Прогресс, 1983; Блауг М. Методология экономики, или как экономисты объясняют. – М.: Вопросы экономики, 2004.

скольку повторить экономический эксперимент в неизменных условиях нельзя; теоретические построения могут не соответствовать фактам, поскольку значительная часть экономических теорий ориентируется на описание того, что должно быть, а не того, что есть; логика не используется сколько-нибудь систематически как механизм вынесения экономических суждений и даже не преподается на экономических факультетах; полученные результаты сплошь и рядом экстраполируются на будущее и используются для составления прогнозов, предполагая тем самым неизменность исходных условий, что невозможно.

Принципиальное различие между искусством экономики и наукой заключается и в способе открытия их законов. Научные законы существуют независимо от людей; люди только с той или иной степенью успеха познают их. Научные законы могут быть строго доказаны и проверены с помощью экспериментов. Законы же экономики, напротив, полностью придуманы людьми, которые стремятся тем самым объяснить свое поведение в экономической сфере. Экономические законы являются не более чем описанием нашего понимания, причем весьма несовершенного, происходящих в экономике процессов. Такие законы не могут быть строго доказаны даже с использованием аппарата математики или формальной логики. Они не могут быть проверены экспериментально, ибо многократно воспроизвести эксперимент в неизменных условиях невозможно: экономические условия постоянно меняются, зачастую спорадически.

Важное различие между искусством экономики и наукой можно увидеть и в принципе рациональности. Практически вся претендующая на научность экономическая теория построена на допущении о том, что поведение экономических агентов рационально, т.е. что они оценивают ожидаемые результаты путем вероятностного взвешивания. Однако рациональная модель поведения в подавляющем большинстве случаев не реализуется на практике. Зачастую то, что мы делаем, иррационально и не поддается не то что математическому описанию, но даже здравому смыслу и простейшей житейской логике. Это касается не только отдельных людей, но и семей, и трудовых коллективов, и правительств. Все они могут быть иррациональными в своем поведении, которое может быть объяснено только с точки зрения поведенческой психологии, законы которой не требуют эмпирической проверки и не могут быть опровергнуты.

В университетах экономику традиционно преподают на факультетах и в школах искусств (*arts departments*), а не на факультетах наук (*science departments*). Искусство целенаправленно созидает новое, наука извлекает знания об объективной реальности. Строго говоря, извлечение знаний и создание нового – две важнейшие цели экономики. И если уж и отказывать в научности любым теоретическим построениям, которые не отвечают принципу фальсифицируемости, то искусство экономики все же можно приблизить к науке, но только если встать на позиции операционализма.

Что такое операционализм?

Для меня современная макроэкономика начинается в 1883 г., когда два великих мыслителя встретились во времени. В этом году скончался Карл Маркс и родился Джон Мейнард Кейнс. Когда читаешь их труды, удивляешься, насколько отдалился от сегодняшних реальностей Маркс и насколько близко продолжает оставаться к ним Кейнс. Другие школы, важные для макроэкономического анализа (при всей условности их классификации), – классическая, монетаристская, австрийская и рациональных ожиданий, – также продолжают оставаться важными источниками идей и вдохновения. Каждая из них создала инструменты, совершенно необходимые для макроэкономического анализа. Однако встать сегодня на позицию какой-либо одной школы и разработать теорию прикладного макроэкономического анализа невозможно, за исключением

случаев обсуждения сугубо теоретических экономических явлений. Экономист, перед которым стоит задача вынести суждение о том, какие шаги предпринять в практической макроэкономической политике в текущем и следующем году, не имеет права замыкаться в рамках определенной школы экономической мысли.

Теоретическую базу этого учебника можно определить как операционализм. Идея также не нова. В 1946 г. произошла еще одна важная для макроэкономического анализа встреча во времени двух великих экономистов: создав Бреттон-Вудскую систему, завершил свой жизненный и творческий путь Кейнс, а Пол Самуэльсон сдал в печать свой труд «Основания экономического анализа. Операционное значение экономической теории», который впервые подводил общий знаменатель под экономические теории разных направлений и пытался сформулировать некую общую экономическую теорию[1]. Операционализм Самуэльсон определил только как выведение теорем, имеющих операционный смысл для экономики, и ограничился в своем исследовании в основном областью, сегодня традиционно относящейся к микроэкономике. Несколько позже, в конце 50-х гг., Дж. Шумпетер в своей «Истории экономического анализа», скорее все же анализе экономических учений, нежели прикладном анализе экономики, указал на связь вопросов экономики с таким количеством внеэкономических моментов, что ими не стоит заниматься на базе чисто экономических соображений. Сама же экономическая наука представлялась ему «совокупностью плохо упорядоченных и пересекающихся между собой областей знаний (сродни медицине)»[2].

[1] Самуэльсон П. Основания экономического анализа / Пер. с англ. Под ред. П.А. Ватника. – СПб.: Экономическая школа, 2002. – С. 4.

[2] Шумпетер Йозеф. История экономического анализа / Пер. с англ. Под ред. В.С. Автономова. – СПб.: Экономическая школа, 2001.

@ *Операционализм (operationalism)* – направление экономического мышления, интегрирующее элементы разных экономических школ, которые могут быть использованы для описания, анализа и достижения желаемых изменений в экономических явлениях.

Операционализм как направление экономического мышления может быть охарактеризован следующим образом:

- *Методологический плюрализм и эклектичность теоретической базы* – синтез различных теорий и тех концепций и технических приемов, которые лучше всего применимы для объяснения существующей экономической ситуации и программирования ее развития в будущем. Для операционализма чрезвычайно важно не вставать на позицию какой-либо экономической школы, не зацикливаться на определенном круге идей, знать, уважать и выбирать рациональное из каждой из них. Операционализм исходит из того, что не существует «лучшей» или «правильной» экономической теории, и не стремится ее найти.
- *Прикладной характер*. В классическом расчленении искусства экономики на позитивную («что есть?») и нормативную («что должно быть?») части операционализм интегрирует обе. Операционализм может считаться частью нормативного подхода, отвечающего на вопросы, в чем причина существующих проблем и как достичь поставленных целей экономической политики. Но он содержит также и элементы позитивизма, поскольку отталкивается от экономической действительности, той, которая есть на самом деле, а не той, которая должна быть. Операционализм стремится преодолеть эффект отчуждения экономической науки от экономической реальности, порожденный в значительной степени растущим фокусом экономических исследований на узких проблемах.
- *Индуктивная аргументация и суждение как основной метод познания*. В операционализме вывод следует из посылок не безусловно, но с определенной

вероятностью. Суждение (*judgment*) – вынесение авторитетного мнения путем оценки и сравнения – включает как само финальное мнение, так и процесс изучения, к нему ведущий. К вынесению суждения ведут принятие определений, аргументация, выдвижение гипотезы, установление причинной связи.

• *Верифицируемость суждений.* Операционализм приближает искусство экономики к естественным наукам, но не соединяет их. Он предлагает набор практических подходов и инструментов, с помощью которых можно проверить правильность того или иного экономического суждения, но только на определенном уровне вероятности. Операционализм не в силах доказать абсолютную правильность суждения, как, например, доказывается теорема Пифагора в математике, ибо он – часть искусства экономики. Но операционализм может обосновать высокую степень вероятности правильности суждений и определить границы их применимости, ибо он – прямой мостик от искусства к науке.

• *Операционализм нацелен на анализ экономики как сложной системы.* Экономические феномены имеют все характеристики сложной системы – чувствительность к изначальным условиям, способность к адаптации к изменяющимся условиям и к самоорганизации, слабую предсказуемость поведения. Операционализм направлен на создание адекватного понимания – но не математической модели! – изучаемого экономического явления, сопоставимого с ним по сложности и структуре и пригодного для вынесения практических рекомендаций.

Операционализм не следует путать с инструментализмом – важным течением в философии науки и в экономике, которое считает, что важность теории заключается не в ее достоверности или правильном описании действительности, а в том, насколько она эффективна в объяснении и предсказании, то есть в экономике – насколько достоверны ее прогнозы независимо от степени реалистичности допущений (*assumptions*). В сегодняшнем инструментализме доминирует эконометрическое моделирование, основанное на априорном принятии большого числа весьма широких допущений, без которых значительная часть его инструментария просто неприменима. Прогнозирование также является важнейшей задачей операционализма наряду с объяснением экономической истории и действительности и принятием решений в сфере экономической политики как по конкретным вопросам ежедневного управления, так и при разработке долгосрочной стратегии.

Кто должен знать прикладную макроэкономику?

Ответ очевиден – в идеале все. Не знать ее – вредно и даже опасно. Экономика сложна в каждый день, каждый час, каждую минуту. Понятия: потребление, производство, деньги, инфляция, кредит, валютный курс – лишь маленькая частица огромного мира, называемого макроэкономикой. Все эти понятия не существуют в отрыве от остального мира, закрытых экономик нет, все мы часть международной экономики. Общие законы ее функционирования должны быть понятны каждому.

В особенности знание макроэкономического анализа и программирования необходимо:

• Сотрудникам экономических министерств и ведомств, и в особенности их руководителям. Работники министерства финансов, центрального банка, министерства экономики, статистических органов и других экономических подразделений государственного аппарата, будь то на федеральном или на местном уровне, не владеющие методами анализа экономики, в целом не могут считаться пригодными для выполнения своих функций в XXI веке.

• Политическим деятелям и прежде всего сотрудникам аналитических служб политических партий, блоков и движений, разрабатывающим предвыборные платформы и всевозможные экономические программы кандидатов, которые

обязаны владеть приемами макроэкономического анализа и программирования.

• Руководителям и службам главных экономистов банков и крупных предприятий, которые должны четко представлять, как преобладающие макроэкономические тенденции могут затронуть специфические интересы их бизнеса и повлиять на их производство товаров и услуг.

• Журналистам, которые пишут на экономические темы и обязаны грамотно и честно анализировать экономическую ситуацию и объяснять ее языком, понятным неспециалистам.

• Экономистам, занимающимся теоретической, отраслевой или другой специализированной экономической наукой, способным расширить свой кругозор за пределы решения прикладных задач.

Важное предупреждение: не путайте экономику с бизнесом, это разные дисциплины. Тем более не ожидайте найти в прикладной макроэкономике совета относительно того, как быстро стать богатым.

Что такое прикладная макроэкономика?

@ *Макроэкономика (macroeconomics)* – это экономика больших объектов, например стран, их связей друг с другом.

@ *Макроэкономический анализ (macroeconomic analysis)* – изучение экономики стран, ее ключевых секторов и других элементов во взаимоотношениях между собой.

@ *Прикладная макроэкономика (applied macroeconomics)* – использование макроэкономического анализа для диагностики существующих проблем и разработки программ их решения.

Макроэкономический анализ в прикладных целях делит экономику на четыре сектора, фактически четыре взаимосвязанных баланса:

• Реальный сектор – баланс спроса и предложения товаров и услуг: национальные счета, детерминанты экономического роста, занятость.

• Фискальный сектор – баланс государственных финансов: государственный бюджет (доходы и расходы, баланс и его финансирование), государственный долг, государственные предприятия.

• Монетарный сектор – баланс спроса и предложения денег: состояние ликвидности, денежная политика, факторы, определяющие спрос и предложение денег, инфляция и дефляция.

• Внешний платежный баланс: внешняя торговля товарами и услугами, внешнеторговая и инвестиционная политика, валютный курс и валютные резервы.

Такое деление весьма условно и делается в чисто прикладных целях и для удобства анализа: хотя институциональные условия стран сильно различаются, практически в каждой стране имеются органы, непосредственно отвечающие за состояние каждого из четырех секторов. Для реального сектора – это министерства экономики, промышленности или развития; для фискального сектора – это министерство финансов; для монетарного сектора – это Центральный банк; для внешнего сектора – это министерство торговли совместно с Центральным банком. Разумеется, частный сектор играет важную роль при анализе каждого из секторов. Эта часть учебника рассматривает только два сектора – монетарный и внешний.

Как построен этот учебник?

Макроэкономический анализ зиждется на пяти основных инструментах познания: интуиции, практических примерах, графическом изображении, математическом обосновании и решении проблем. Я исхожу из того, что все, кто закончил среднюю школу, умеют читать и в состоянии понимать словесное описание предмета и иллюстративные примеры, основанные на повседневной жизни. Поэтому основное объяснение материала в учебнике словесное. Те, кто знаком с графиками и знает, как правильно читать простые таблицы, могут расширить

свое представление об экономическом анализе, используя эти визуальные пособия. Наконец, для будущих инженеров и других представителей естественных наук математический аппарат, используемый в учебнике, покажется просто шуткой. Он действительно прост и не выходит за пределы программы по алгебре и началам анализа средней школы, правда, хорошей средней школы.

Соответственно, большинство тематических разделов учебника используют пять инструментов изложения: словесное объяснение, решение проблем, графическое представление, математические формулировки и контрольные задания. Поэтому, если вы не в ладах с математикой, не надо читать все, что написано в этой книге. Ограничьтесь только словесным описанием и примерами из жизни. Этого будет достаточно для понимания большинства проблем. Но если вы видите себя крупным предпринимателем, главным экономистом серьезного банка, министром финансов или председателем Центрального банка, сотрудником международной экономической организации, то придется усвоить весь аналитический аппарат этого учебника, который является мощным орудием прикладной экономики.

Учебник состоит из 10 глав. Хотя расположение глав связано экономической логикой, каждая из них автономна и может изучаться отдельно или использоваться для обучения специалистов в конкретной узкой сфере макроэкономического анализа, такой как оценка спроса на деньги или прогнозирование валютного курса. Каждая глава содержит ряд общих элементов – эпиграф, список ключевых понятий, изложение основного материала, решенные проблемы, статистические таблицы, рисунки (чаще всего схемы и диаграммы), биографические вставки. Все параграфы завершаются кратким обобщением их содержания, а каждая глава – ее кратким резюме, выделенным в отдельный параграф. Поскольку экономическая наука и экономисты в целом исторически являются объектом сатиры и юмора, особенно со стороны своих коллег-экономистов, некоторые из шуток приведены для разрядки и отдыха в рубрике «На досуге».

В конце каждой главы содержатся: вопросы для повторения, помогающие механически запомнить основные определения; вопросы, требующие выбора одного из предложенных ответов, требующие помимо памяти еще и сравнительной оценки имеющихся альтернатив; аналитические проблемы для обсуждения, заставляющие мыслить логически и развивающие экономическую интуицию; задачи, требующие точной математической формулировки и имеющие однозначное решение. Все материалы – проблемы в тексте и задачи, решения или исходные данные для которых включены в прилагаемый CD, отмечены значком ●. Учебник может использоваться как в сочетании с компьютерным приложением, так и самостоятельно.

В конце книги вы найдете список дополнительных источников и глоссарий основных терминов. Глоссарий двуязычный – все термины приведены на английском и в переводе на русский язык; перевод на русский язык во многих случаях весьма приблизительный, поскольку многих терминов в русскоязычной экономической литературе просто не существует.

Что надо знать, чтобы освоить макроэкономический анализ?

Учебник рассчитан на студентов выпускных курсов экономических вузов и экономических факультетов университетов. Поэтому минимальный набор дисциплин, который должен предшествовать его изучению, следующий:

- Мировоззренческие дисциплины – философия, история, логика, политическая экономия.
- Полный цикл теоретических экономических наук – основы экономической теории, микроэкономика, макроэкономика, международная микроэкономика, международная макроэкономика.

Компьютерное приложение

Требования к компьютеру:

Операционная система Windows® XP, Windows ME или Windows 98.
Программы:
- Microsoft Excel (для всех файлов).
- PcGive (для двух файлов в гл. 5).
- Дисковод для компакт-дисков.
- Доступ к Интернету.

Содержание компакт-диска:

- *Файлы с названием «Решенные проблемы»* представляют собой решение проблем, описанных в соответствующих главах учебника. Файлы включают группы таблиц, размещенных на разных страницах и связанных друг с другом формулами либо прямыми ссылками, позволяющими проследить порядок вычислений. В некоторые файлы включены данные, по которым построены графики, приводимые на страницах учебника. Все файлы позволяют изменять исходные данные и моделировать различные экономические ситуации.

- *Файлы с названием «Задачи»* представляют собой исходные данные для задач, включенных в контрольные задания в конце каждой главы учебника. В некоторых файлах серой штриховкой показаны поля, которые необходимо заполнить в процессе выполнения практических заданий. Отдельные файлы содержат в вертикальных столбцах статистические данные для использования в эконометрических задачах.

- *Каталог web-ресурсов* представляет собой набор живых Интернет-ссылок на сайты, на которых содержится полезная информация по существу проблем, изложенных в соответствующих главах учебника. Также включены связки с размещенными в Интернете полными текстами многих ключевых публикаций, на которые опирается каждая из глав. Web-ресурсы расширяют и обновляют текст учебника.

- *Глоссарий основных терминов* – инвертированная и расширенная англо-русская компьютерная версия глоссария, помещенного в конце учебника. Его использование важно, поскольку большинство исходных материалов и Интернет-сайтов, включенных в каталог web-ресурсов, написаны по-английски.

- Математизированные экономические дисциплины – основы математического анализа (функции, производные и интегрально-дифференциальные вычисления), статистика, эконометрика, в особенности эконометрика временны́х рядов.
- Информатика и компьютер, прежде всего статистические и эконометрические программы и электронные таблицы, такие как Excel.
- Английский язык. Англоязычная литература полностью доминирует в мировой экономической литературе. Большинство изданий на других языках представляют собой либо прямые переводы с англоязычных (преимущественно американских) оригиналов, либо авторские переложения на иностранном языке тех же англоязычных оригиналов.

Прочее

Денежные единицы и временны́е периоды, используемые в учебнике, условны. Иностранная валюта – всегда доллар. Национальная валюта – любая другая, в том числе условные национальные денежные единицы, вместо которых можно подставить рубль, гривну или любую другую валюту. Годы, показанные в решенных

проблемах (обычно 1995–2003 гг.), также условны; вместо них можно подставить данные за любой другой период.

Понятия «программирование» (*programming*) и «прогнозирование» (*forecasting, projection*) не следует путать. Программируется экономика в целом и каждый из ее четырех основных секторов. Макроэкономическая программа состоит из анализа тенденций прошлого периода, детального описания событий в текущем году, детального прогноза на следующий год и менее детального прогноза на среднесрочную перспективу. Прогнозируется отдельный макроэкономический показатель (спрос на деньги, инфляция и т.д.). Когда прогнозы отдельных показателей обобщаются, они становятся прогнозной частью макроэкономической программы.

В начале каждой главы вы найдете эпиграф кого-нибудь из великих, в конце – крылатые выражения и шутки на экономические темы в основном из Интернета. Как в операх Дж. Россини, ни увертюра, ни кода не связаны напрямую с образами оперы, а скорее служат для введения зрителя в общую атмосферу сочинения, так эпиграфы и шутки об экономистах и экономике служат тем же целям.

В формулах прописные буквы означают номинальные величины, а строчные – реальные. Например, Y – номинальный ВВП, y – реальный ВВП; M^d – номинальный спрос на деньги, m^d – реальный спрос на деньги, и т.д.

Для обеспечения лаконичности и сжатости изложения многие части учебника написаны скорее в форме плана, чем литературного эссе. Операционализм диктует именно такую форму изложения, уже широко используемую в деловом языке и неизбежную в любой публикации, ориентированной на решение прикладных задач. Тенденция также не нова. Еще Вольтер как-то заметил, что «многообразие фактов и сочинений растет так быстро, что в недалеком будущем придется сводить все к извлечениям и словарям».

И последнее, что полезно иметь в виду: что мы знаем об экономике – ограничено, что не знаем – бесконечно.

Впрочем, достаточно слов.

Перейдем к делу.

Мысли великих

Искусство – это обман, который помогает видеть правду.

Пабло Пикассо,
испанский художник

На досуге

Когда Кейнса спросили, почему он меняет свою точку зрения в середине своих книг, он ответил:

– Я изменяю ее, когда понимаю, что неправ. – А вы что делаете в таком случае?

– Я предпочитаю быть хоть отчасти правым, чем совсем неправым.

Раздел 1

АНАЛИЗ И ПРОГРАММИРОВАНИЕ МОНЕТАРНОГО СЕКТОРА

Глава 1

ЛИКВИДНОСТЬ

Экономика – наука не точная, поэтому я не могу доказать правильность результатов так, как доказывается теорема Пифагора. Объясняющие теории требуют некоторого эклектического смешения конкурирующих школ экономической мысли.

Поль Самуэльсон (род. 1915), американский экономист

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Баланс органов денежного управления
Денежная масса
Денежные власти
Ликвидность
Оценочная корректировка
Предложение денег
Резервные деньги
Чистые внутренние активы
Чистые иностранные активы
Широкие деньги
Эквивалент оценочных изменений
Эмиссия денег

1. ДЕНЕЖНЫЕ АГРЕГАТЫ

Анализ денежного сектора любой страны начинается с поиска ответа на внешне простой вопрос: что вообще считается деньгами в этой стране, из каких компонентов состоит денежная масса, обслуживающая экономику? Практика стран весьма своеобразна, и единого стандарта не существует. В целях анализа и программирования данные о денежном секторе необходимо представить таким образом, чтобы они позволили анализировать макроэкономические последствия различных вариантов денежной и фискальной политики.

Предложение денег должно рассчитываться с использованием денежного агрегата, применяемого в данной стране, который лучше всего отражает имеющуюся совокупную ликвидность, выполняющую денежные функции.

@ *Ликвидность (liquidity)* – деньги и активы, которые могут по первому требованию и без потери стоимости обращаться в деньги.

Любой актив (ценные бумаги, здания, золото, автомобиль и пр.) может считаться ликвидным только в том случае, если

его возможно обратить в наличные деньги (продать на рынке) за его полную рыночную стоимость (без скидок за срочность сделки). Фактически ликвиден только тот актив, который либо уже является деньгами, либо их заменяет (чек), либо считается безусловно обратимым в наличные деньги по первому требованию (банковские депозиты до востребования).

Из основных современных функций денег – средство платежа (*medium of exchange*), средство сбережений (*store of value*), средство учета (*mean of accounting*), стандарт отложенного платежа (*standard of deferred payments*) – только деньги, выполняющие функции средства платежа, могут считаться ликвидными. Поэтому в зависимости от степени ликвидности активов, которые могут выполнять функции денег и которые включаются в понятие денег, ликвидность принято разбивать на несколько категорий: резервные деньги (*reserve money*) – наиболее ликвидные активы; деньги (*money*); широкие деньги (*broad money*); более широкие деньги (*broader money*) – наиболее объемная категория, включающая менее ликвидные денежные активы. Каждая последующая категория денег содержит все предыдущие.

В 1970–1980 гг. было популярно обозначать эти типы денег как M0-M1-M2-M3-M4-M5. В некоторых странах до сих пор используются концепции M3 (во всех развитых и ряде развивающихся стран), M4 (Великобритания) и даже M5 (Аргентина)[1]. В Канаде используется денежный агрегат M2+, а в США – агрегат L и т.п. В последние годы наметился отход от этой терминологии, поскольку практика отдельных стран в отношении того, что должно включаться в каждый из агрегатов, сильно отличается. В результате определение денежной массы различно в каждой стране и состав M2 в Аргентине наверняка будет иной, чем в Бангладеш. Единого международно принятого стандарта того, что должно включаться в денежную массу, не существует. Рекомендации, подготовленные МВФ и рядом других международных организаций, не стандартизируют определения, а лишь содержат критерии того, как национальные ЦБ должны подходить к оценке отдельных компонентов денег и принимать решение о составе агрегата денежной массы, который будет использоваться в целях практической политики.

Таким образом, денежная масса – это тот денежный агрегат, который ЦБ использует в качестве ориентира денежной политики в конкретной стране. В денежную массу обычно включаются все ликвидные денежные активы, и называется она широкими деньгами. Та часть денежной массы, которая непосредственно контролируется ЦБ, называется резервными деньгами и не считается денежным агрегатом.

Широкие деньги

Единственный денежный агрегат, признаваемый международной финансовой статистикой, – это широкие деньги.

@ *Широкие деньги (broad money)* – финансовые активы, которые могут использоваться в качестве средства платежа и накопления.

Предложение денег создается в результате эмиссии.

@ *Эмиссия денег (money issue)* – выпуск в обращение денег во всех формах.

Эмитентом широких денег могут быть организации, эмитирующие наличные деньги (печатающие банкноты и чеканящие монеты) и принимающие депозиты. Наличные деньги эмитируются ЦБ и в некоторых, весьма немногих, странах министерством финансов от лица центрального правительства. Депозиты могут приниматься: ЦБ, коммерческими банка-

[1] Определения агрегатов даны по: Киреев А. Международная экономика. – Ч. 1. – М.: Междунар. отношения, 2004. – С. 101. Определения денежных агрегатов, используемых в Англии, можно найти на сайте Банка Англии по http://www.bankofengland.co.uk

ми, правительством, финансовыми организациями, которым по законам данной страны разрешено привлекать депозиты (кредитные союзы, финансовые и инвестиционные компании), нефинансовыми организациями, которым разрешено по закону принимать депозиты (например, почта). Поскольку депозиты могут приниматься многими организациями помимо банков, все они объединяются в понятие депозитарных корпораций.

@ *Депозитарные корпорации (depository corporations)* – организации, которым в законодательном порядке разрешено привлекать депозиты и, принимая тем самым обязательство перед вкладчиками, эмитировать деньги.

Факт внесения депозита на счет в одной из депозитарных корпораций означает принятие ею обязательства перед вкладчиком вернуть депонированные деньги, чем создается предложение денег. В странах, где иностранная валюта служит расхожим средством платежа, эмитенты этой валюты (зарубежные ЦБ) должны также рассматриваться в качестве эмитентов–нерезидентов национальных широких денег.

Всеохватывающее статистическое определение широких денег включает большое количество категорий (табл. 1.1).

Национальная валюта и передаваемые депозиты должны обязательно включаться в широкие деньги в любой стране, поскольку это наиболее ликвидные финансовые активы. Ликвидность национальной валюты связана с тем, что она является средством платежа, установленным законом данной страны и обязательным к приему всеми юридическими и физическими лицами. Ликвидность передаваемых депозитов вытекает из следующего: если покупка была оплачена с их помощью, то продавец имеет полную гарантию получения наличных денег. Наиболее характерным примером передаваемого депозита является кредитная карточка, по которой фирма, ее выпустившая, выплачивает соответствующие суммы продавцу, а потом взыскивает их с держателя карточки. При платеже чеком, который также относится к категории передаваемых депозитов, банк списывает средства со счета владельца чека в пользу продавца.

Ликвидность национальной валюты и передаваемых депозитов основана также на том, что:

- они имеют фиксированную лицевую стоимость (на банкноте написано 500 рублей, 20 долларов и т.п.; чек выписывается на сумму в 100 долларов); они могут передаваться третьим лицам (Иванов, получив 1000 рублей от Петрова, может заплатить их Козлову за починку водопровода; чек, выписанный Смитом Джонсону за уроки музыки, может быть индоссирован Джонсоном и использован для оплаты Расселу за снимаемую у него квартиру);
- их использование не приводит к дополнительным издержкам, либо такие издержки незначительны по сравнению с суммой платежа (чтобы оплатить наличными услугу, не требуется платить комиссию, чтобы заплатить кредитной карточкой за товар, ее держатель в большинстве, но не во всех случаях не должен делать дополнительные выплаты за пользование ею ни банку, ни компании, которая ее выпустила);
- они делимы (рубль состоит из копеек, чек может быть выписан на 1000 долларов и на 59 долларов 78 центов);
- они не имеют срока платежа, поскольку сами являются средствами платежа;
- по ним вообще не выплачивается или выплачивается весьма низкий процент, поскольку их назначение – осуществление платежей, а не накопление.

Правильное исчисление национальной валюты (наличных денег) и передаваемых депозитов может представлять сложность. В отношении наличных денег в странах, где широко распространено валютное замещение и иностранная валюта повсеместно принимается как средство платежа, иностранные банкноты и монеты также должны включаться в состав наличных денег. Однако собрать

Таблица 1.1. Состав широких денег

Русский термин	Английский эквивалент	Определение
Обязательства, выпускаемые депозитарными корпорациями	**Liabilities issued by depository corporations**	ЦБ, коммерческие и иные банки, все корпорации, имеющие право принимать депозиты
Национальная валюта	National currency	Банкноты и монеты, используемые как средство платежа
Переводимые депозиты	Transferable deposits	Депозиты, обмениваемые на наличные деньги и переводимые третьим лицам без ограничений по лицевой стоимости и без выплаты комиссии и используемые для платежей
Депозиты до востребования	Demand deposits	Депозиты, переводимые путем чека и жиро третьим лицам
Банковские чеки	Bank checks	Чеки, выпущенные банками как средство платежа
Дорожные чеки	Travelers checks	Чеки, выпущенные для платежей внутри страны
Другие депозиты, используемые для платежей	Other deposits used for payments	Кредитные и дебетовые карточки, акции кредитных союзов, другие средства платежа
Другие депозиты	Other deposits	Депозиты, обмениваемые на наличные деньги с ограничениями
Непереводимые сберегательные депозиты	Nontransferable saving deposits	Депозиты, которые их владелец не может перевести на другое имя
Срочные депозиты	Term deposits	Депозиты, принимаемые банком на определенный срок
Ценные бумаги, за исключением акций	Securities other than shares	Ценные бумаги, которые могут быть быстро проданы за наличные деньги по рыночной стоимости
Депозитные сертификаты	Certificates of deposit	Ценные бумаги банков, которые можно продать на рынке за наличные деньги
Коммерческие ценные бумаги	Commercial paper	Ценные бумаги фирм, которые можно продать на рынке за наличные деньги
Другие депозиты	Other deposits	Акции кредитных союзов, реверсные сделки и другие депозиты в части, обратимой в наличные деньги
Другие пассивы	Other liabilities	Кредиты, реверсные сделки, финансовые деривативы, текущие счета, если они легко превращаются в наличные деньги
Обязательства, выпускаемые другими секторами	**Liabilities issued by other sectors**	Денежные обязательства, выпускаемые небанковскими организациями, если таковые существуют
Национальная валюта, выпущенная правительством	National currency issued by government	Наличные деньги, которые печатает министерство финансов
Иностранная валюта	Foreign currency	Иностранная валюта, широко используемая как средство платежа внутри страны
Переводимые депозиты	Transferable deposits	Высоколиквидные депозиты, принимаемые небанковскими организациями
Другие депозиты	Other deposits	Другие депозиты, принимаемые небанковскими организациями
Другие обязательства	Other liabilities	Займы, финансовые деривативы и акции денежных фондов

Источник: Monetary and Financial Statistics Manual. – Wash., IMF, 2000. – P. 58; Обновленная информация к этому документу периодически публикуется на сайте МВФ по адресу: www.imf.org/external/pubs/ft/mfs/manual.

соответствующую статистику зачастую весьма сложно, поскольку ЦБ не контролирует приток и отток долларов в карманах частных лиц. Если страна состоит членом валютного союза и наличные деньги выпускаются в обращение единым для нескольких стран ЦБ, то оценить количество денег в каждой стране бывает также весьма сложно. В случае передаваемых депозитов сложность может заключаться в том, что депозиты имеют разные названия, зачастую самые неожиданные (обычно в рекламных целях), что затушевывает их экономическую сущность. Часть сберегательных депозитов могут быть переводимыми депозитами, если банк автоматически может пополнять с них чековые депозиты в случае овердрафта. Депозиты в иностранной валюте, которые используются для платежей, также считаются переводимыми.

Кассовые чеки (*cashier's checks*), которые выписываются банком в подтверждение наличия средств на счете клиента, блокируемом на соответствующую сумму, могут считаться как переводимым депозитом, так и наличными деньгами и в любом случае включаются в широкие деньги. Дорожные чеки относятся к широким деньгам, если они выпущены для осуществления платежей внутри страны. Та часть дорожных чеков, которая выпускается для платежей за пределами страны (для использования в зарубежных поездках), должна быть исключена из широких денег. Любые другие переводимые депозиты, которые используются для платежей и без ограничений по первому требованию могут быть превращены в наличные деньги, также обязательно включаются в агрегат широких денег.

Все остальные депозиты могут быть как включены, так и исключены из широких денег. Решение должно приниматься ЦБ каждой страны исходя из следующих критериев ликвидности депозитов. В их числе:

- Транзакционные издержки – выплаты, явные и скрытые, которые держатель депозита должен производить, чтобы снять с него наличные деньги. Снятие денег с наиболее ликвидных депозитов не требует никаких платежей банку, снятие денег с неликвидных депозитов обставлено всевозможными ограничениями и обязательствами оплаты пени, комиссии и подобных банковских сборов за снятие денег.
- Делимость – возможность открытия депозита на мелкие суммы, разделения одного депозита на несколько и существующих в этой связи ограничений. Наиболее ликвидные депозиты могут открываться на любые суммы, наиболее неликвидные – на суммы не менее установленного размера.
- Срок депозита – период, в течение которого депозит должен пролежать в банке, перед тем как с него можно будет снять наличные деньги и взимаемые в этой связи штрафы. Наиболее ликвидные депозиты не имеют срока действия, наименее ликвидные предполагают вклад сроком на несколько лет, перед тем как деньги можно будет снять без оплаты пени.
- Процент – выплаты банка владельцу депозита за право использования его средств. Обычно по наиболее ликвидным депозитам выплачивается наиболее низкий процент, тогда как по менее ликвидным – наиболее высокий.

Высоколиквидные депозиты обязательно включаются в широкие деньги, однако если некоторые типы депозитов низколиквидны, это не обязательно означает, что они должны быть исключены из агрегата широких денег. Они могут включаться в него на том основании, что выполняют денежную функцию накопления. Депозиты в иностранной валюте в странах, где иностранная валюта не принимается в качестве средства платежа, могут включаться в широкие деньги, хотя выполнение ими функции накопления зависит от динамики валютного курса. Все депозиты, которые блокируются банками или снятие денег по которым сильно ограничивается, исключаются из широких денег. Критерий включения в широкие деньги ценных бумаг, выпускаемых

банками и небанковскими корпорациями, прост – можно ли их быстро продать за полную рыночную стоимость. Обычно краткосрочные ценные бумаги активно торгуются на рынке и включаются в широкие деньги, тогда как долгосрочные – нет. Кредиты и реверсные сделки обычно исключаются из широких денег, поскольку подразумевают возвратность средств; текущие счета предприятий исключаются на том основании, что не могут быть полностью превращены в наличные деньги в силу своего характера.

Держателями эмитированных широких денег могут быть все сектора экономики, за исключением самих эмитентов – депозитарных корпораций – и частично центрального правительства. Если наличные банкноты напечатаны ЦБ, но хранятся в его сейфах, они физически исключены из денежной массы, находящейся в обращении. В число держателей широких денег входят:

- Центральное правительство. К широким деньгам относятся только наличные деньги в сейфах государственных органов власти. Депозиты правительства исключаются из широких денег на том основании, что в большинстве стран правительства имеют прямой доступ к кредитам ЦБ и могут мобилизовать средства путем выпуска ценных бумаг. Депозиты центрального правительства включаются в чистые внутренние активы ЦБ.
- Другие финансовые корпорации.
- Государственные нефинансовые корпорации.
- Местные органы власти и подразделения правительства, не включенные в центральное правительство.
- Домашние хозяйства.
- Подразделения финансового сектора, не принимающие депозиты.

Наличные деньги, находящиеся у нерезидентов, должны исключаться из широких денег. Оценивать эту величину весьма сложно и имеет смысл, только если национальная валюта активно используется другими странами в качестве средства платежа на внутреннем рынке. Депозиты нерезидентов также должны исключаться из широких денег, поскольку они в основном используются для оплаты товаров и услуг за рубежом и не увеличивают предложение денег внутри страны. Это не касается депозитов временных работников и мигрантов, которые являются нерезидентами своей родной страны, если проработали за рубежом более года. Однако они переводят деньги из-за рубежа на депозиты в иностранной валюте в свои родные страны. Эти деньги используются родственниками для осуществления повседневных платежей и поэтому являются частью денежной массы, увеличивая ее.

Резервные деньги

ЦБ обладает уникальной способностью создавать деньги. Покупая иностранную валюту, предоставляя кредит правительству или банкам, приобретая ценные бумаги на открытом рынке, ЦБ выпускает деньги в обращение.

@ *Резервные деньги (reserve money)* – обязательства органов денежного управления, которые приводят к росту широких денег. Называются также денежной базой (*monetary base*) или высокоэффективными деньгами (*high-powered money*).

Состав резервных денег варьируется в различных странах. Исчерпывающий перечень их компонентов приведен в таблице 1.2.

Резервные деньги сами по себе не являются денежным агрегатом, показывающим размеры предложения денег, поскольку они включают как компоненты, входящие в состав широких денег, так и компоненты, не входящие в состав широких денег. Компонентами, включенными одновременно в резервные деньги и широкие деньги, являются наличная национальная валюта и депозиты в ЦБ, относящиеся к широким деньгам (обычно депозиты местных органов власти). Компоненты резервных денег, исключенные из состава широких денег, –

Таблица 1.2. Состав резервных денег

Русский термин	Английский эквивалент	Определение
Наличные деньги в обращении	Currency in circulation	
Наличные деньги, включенные в широкие деньги	Currency included in broad money	Банкноты и монеты, используемые как средство платежа
Наличные деньги в других депозитарных институтах	Currency held by other depository corporations	Наличная национальная валюта, находящаяся за пределами банков
Обязательства ЦБ перед другими депозитарными корпорациями	CB liabilities to other depository corporations	Резервы банков
Переводимые депозиты	Transferable deposits	Резервы банков в ЦБ
Другие депозиты	Other deposits	Депозиты банков, которые могут быть использованы в качестве обязательного резерва
Ценные бумаги ЦБ	Securities issued by CB	Ценные бумаги, выпущенные ЦБ, которые могут быть использованы в качестве обязательного резерва
Депозиты в ЦБ, включенные в широкие деньги	Deposits with the CB included in broad money	
Переводимые депозиты	Transferable deposits	Текущие счета местных органов власти в ЦБ
Другие депозиты	Other deposits	Другие депозиты местных органов власти в ЦБ
Ценные бумаги ЦБ, включенные в широкие деньги	CB securities included in broad money	Ценные бумаги ЦБ, проданные небанковским организациям

Источник: Monetary and Financial Statistics Manual. – Wash., IMF, 2000. – P. 65; Обновленная информация к этому документу периодически публикуется на сайте МВФ по адресу: www.imf.org/external/pubs/ft/mfs/manual.

это переводимые депозиты коммерческих банков в ЦБ и наличная национальная валюта в сейфах коммерческих банков. Эти два компонента резервных денег выпадают из процесса создания широких денег, поскольку депозиты банков находятся в ЦБ, который не использует их для предоставления кредитов и тем самым исключает из мультипликативного процесса. Наличные в сейфах банков также не входят в состав денежной массы, ибо не используются как средство платежа.

В резервные деньги обязательно включаются:

• Наличная национальная валюта и монеты, которые печатаются и чеканятся ЦБ и количество которых в обращении с учетом изъятия износившихся банкнот и монет должно быть известно ЦБ на ежедневной основе.

• Резервы коммерческих банков на счетах в ЦБ – депозиты (текущие счета) банков в ЦБ, балансы на которых разбиваются на обязательные резервы, блокируемые ЦБ для удовлетворения норм обязательного резервирования, и избыточные резервы – остаток на текущем счете банка за вычетом блокированной суммы обязательного резерва. Такие депозиты включаются в состав резервных денег независимо от того, в какой – национальной или иностранной – валюте они внесены. Главный критерий включения их в резервные деньги – возможность использования балансов на этих депозитах для соблюдения нормы обязательного резервирования. Остатки на текущих счетах известны ЦБ ежедневно, их разбивка на обязательные и излишние резервы обычно рассчитывается еженедельно.

• Другие депозиты в ЦБ, если они включены в национальное определение широких денег. Обычно это депозиты местных органов власти.

Из резервных денег однозначно исключаются:

• Наличная национальная валюта, находящаяся в сейфах ЦБ. Если новые банкноты напечатаны, но пока не выпущены в обращение, они не являются деньгами, поскольку не служат средством платежа.

• Депозиты коммерческих банков в ЦБ, которые не могут быть зачтены для удовлетворения норм обязательного резервирования.

• Депозиты коммерческих банков, которые неликвидны в течение продолжительного периода времени или на снятие которых наложены ограничения либо самими банками, либо ЦБ.

Следующие компоненты могут быть включены или исключены из состава резервных денег в зависимости от того, могут или не могут они в соответствии с правилами, установленными ЦБ, быть использованы для обязательного резервирования: клиринговые балансы банков на счетах в ЦБ; ценные бумаги, выпущенные ЦБ.

Итак, анализ денежного сектора начинается с определения ликвидных активов, которые выполняют функцию денег в данной стране и включаются в широкие деньги – денежный агрегат, олицетворяющий спрос и предложение денег. Эмитентом широких денег могут быть организации, имеющие право выпускать национальную валюту (обычно ЦБ) и принимать депозиты (депозитарные корпорации). Держателями широких денег могут быть центральное правительство, другие финансовые и нефинансовые корпорации, местные органы власти, домашние хозяйства. В состав широких денег всегда включаются национальная валюта и передаваемые депозиты. Все остальные типы депозитов могут быть включены или исключены из состава широких денег по усмотрению ЦБ исходя из уровня их ликвидности. Резервные деньги – обязательства денежных властей – не являются денежным агрегатом, поскольку не отражают предложение денег в целом и содержат компоненты, не входящие в состав широких денег. В резервные деньги обязательно включаются наличная национальная валюта, резервы коммерческих банков в ЦБ и депозиты местных органов власти в ЦБ; из них исключаются наличная валюта в сейфах ЦБ, депозиты банков в ЦБ сверх норм обязательного резервирования и неликвидные депозиты банков в ЦБ.

2. ОРГАНЫ ДЕНЕЖНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Функции органов денежного управления

Резервные деньги создаются специально уполномоченными на то организациями, которые объединяются в собирательное понятие органов денежного управления.

@ *Органы денежного управления (monetary authority)* – ЦБ и государственные органы (чаще всего казначейства), которым законодательно поручено выполнение отдельных функций ЦБ.

В подавляющем большинстве стран денежные власти – это сам ЦБ. В некоторых странах казначейства или министерства финансов могут по поручению правительства заниматься техническими денежными функциями (печатать деньги), предоставлять кредиты банкам или держать счета резервной позиции в МВФ и запасы распределенных СДР. В этом случае их денежные функции консолидируются в обобщенное с ЦБ представление и называются «денежными властями».

Основные функции органов денежного управления:

• выпуск денег в обращение – печатание банкнот и чеканка монет, замена износившихся денег новыми, осуществление деноминации;

• накопление и хранение государственных золотовалютных резервов – приобретение иностранной валюты у экспортеров и покупка золота у производителей в государственные резервы;

• привлечение и управление иностранными займами – получение и оплата

от лица государства займов в иностранной валюте от других стран и организаций;

• финансирование правительства – предоставление займов на покрытие дефицита государственного бюджета;

• общее финансирование экономики – предоставление кредитов коммерческим банкам и небанковским организациям на осуществление финансирования ими крупномасштабных проектов, имеющих существенное значение для экономики в целом;

• выполнение функции кредитора в последней инстанции – предоставление чрезвычайной финансовой поддержки банкам, находящимся в сложной финансовой ситуации;

• осуществление пруденциального надзора и регулирования банковской системы – наблюдение за соблюдением выполнения установленных правил ведения банковского бизнеса.

Баланс органов денежного управления

Осмысленный анализ денежного сектора требует стандартизированного и относительно простого представления баланса денежных властей, который можно было бы объяснить в терминах избранной экономической теории и спрогнозировать на ближайшую и среднесрочную перспективу.

@ *Баланс органов денежного управления / центрального банка (monetary authorities' / central bank balance sheet)* – основанное на бухгалтерском балансе ЦБ агрегированное аналитическое представление его счетов или счетов денежных властей в целом.

Баланс органов денежного управления состоит из активов и пассивов, которые по определению должны быть равны друг другу. Бухгалтерский баланс ЦБ отличается от аналитического баланса ЦБ следующими параметрами:

• Первый – представляет собой результат транзакций ЦБ, записанных в соответствии с правилами бухгалтерского финансового учета. Второй – перекласифицирует значительное количество статей с целью выделить резервные деньги в пассивах и различные типы кредита в активах.

• Первый – показывает все статьи на валовой основе (*gross*). Второй – показывает ряд статей: иностранные активы, кредит правительству и прочие статьи – на чистой основе (*net*) как разность соответствующих активов и пассивов.

• Первый – не позволяет определить источники изменений в резервных деньгах. Второй – позволяет четко выделить такие источники, определить их относительный вклад в движение резервных денег.

• Первый – содержит учет только транзакций ЦБ. Второй – включает также монетарные функции правительства и счета страны в МВФ.

Основные параметры баланса органов денежного управления представлены в табл. 1.3.

Таблица 1.3. Баланс органов денежного управления

Чистые иностранные активы
Активы
СДР
Прочие активы
Пассивы
Кредиты МВФ
Прочие пассивы
Чистые внутренние активы
Чистый внутренний кредит
Чистый кредит (требования к) правительству
Кредит (требования к) правительству
Депозиты правительства
Кредит (требования к) банкам
Кредит (требования к) частному сектору
Прочие чистые статьи
Резервные деньги
Наличные вне банков
Резервы банков

@ *Чистые иностранные активы (net foreign assets)* представляют выраженную в национальной валюте разность

стоимости иностранных активов и пассивов страны, консолидированных в балансе денежных властей.

• Иностранные активы (*foreign assets*) – запасы иностранной валюты, золота, резервная позиция в МВФ, запасы СДР. Последние два компонента обычно включаются в активы на базе данных учета МВФ. Иностранная валюта и золото могут храниться как в сейфах ЦБ внутри страны, так и на его счетах в местных и зарубежных банках-корреспондентах. Часть иностранных активов может быть предназначена для использования в специальных целях, например для оплаты импорта нефти, медикаментов, критически важных продуктов питания и запчастей. В этом случае иностранные активы отличаются от официальных резервов, в которые включается только та часть иностранных активов ЦБ, которая может быть немедленно использована для осуществления международных платежей и поддержки валютного курса.

• Иностранные пассивы (*foreign liabilities*) – краткосрочные обязательства ЦБ иностранным ЦБ, включая их депозиты, свопы, овердрафты, и некоторые типы средне- и долгосрочного долга, включая кредиты, полученные от МВФ. Часть иностранных пассивов, обычно возникающих в связи с двусторонними платежными соглашениями, может быть недостаточно ликвидна и поэтому исключается из определения официальных пассивов.

@ *Чистые внутренние активы (net domestic assets)* – разность стоимости внутренних активов и пассивов страны, консолидированных в балансе денежных властей. Состоят из суммы чистого внутреннего кредита (*net domestic credit*) и прочих чистых статей (*other items, net*). Чистый внутренний кредит включает:

• Чистые требования к правительству (*net claims on government*) – кредит, выданный правительству Центральным банком за вычетом депозитов правительства в ЦБ. Концепция правительства в рамках счетов денежных властей должна быть идентичной концепции правительства в бюджетном секторе. Правительство, особенно в странах, где независимость ЦБ не закреплена конституционно, зачастую имеет возможность брать займы в ЦБ по своему усмотрению и соответственно свободно добавлять и снимать средства со своих депозитов. Поскольку правительство может финансировать свои расходы как путем получения прямых кредитов в ЦБ, так и путем снятия средств со своих депозитов, в денежных счетах принята концепция чистых требований к правительству.

• Требования к коммерческим банкам (*claims on commercial banks*) – кредиты, выдаваемые ЦБ банкам и ценные бумаги банков, дисконтированные ЦБ. Процент, взимаемый ЦБ по своим кредитам банкам, и объем таких кредитов являются важнейшими инструментами кредитной политики. Требования к коммерческим банкам показываются на валовой основе, потому что банки не могут свободно распоряжаться своими депозитами в ЦБ – часть из них предназначена для поддержания обязательной нормы резервирования. Депозиты банков в ЦБ тем самым включаются в резервные деньги.

• Требования к частному сектору (*claims on private sector*) – кредиты, предоставляемые ЦБ любым другим организациям, кроме правительства и банков. В их числе – государственные предприятия, инвестиционные, страховые, пенсионные и иные небанковские финансовые организации, домашние хозяйства. Такие требования показываются на валовой основе, а депозиты таких организаций включаются в кредитные деньги. В большинстве стран эта статья либо незначительна, либо отсутствует вообще, поскольку финансирование частного сектора – дело коммерческих банков, а не Центрального.

• Прочие чистые статьи (*other items, net*) – остаточная категория, которая включает все статьи баланса ЦБ, не отнесенные к чистым международным или внутренним активам или резервным день-

гам. В числе активов, показываемых здесь, – основные фонды ЦБ (здание, оборудование, базы отдыха и т.п.), прибыль ЦБ; в числе пассивов – капитал ЦБ и его резервы внутри ЦБ. В прочие чистые статьи может также включаться оценочная корректировка (*valuation adjustment*) – расчетная статья, получаемая из переоценки иностранных активов и пассивов в результате изменения валютного курса (напомним, что такие активы показываются в национальной валюте в счетах ЦБ) и переоценки основных фондов ЦБ в результате изменения их рыночной стоимости (цена зданий может колебаться на рынке). В странах, где статистическая служба ЦБ слабая, прочие чистые статьи могут быть весьма велики, а движения по ним могут сильно искажать изменения чистых внутренних активов. Самое важное убедиться, что в прочие чистые статьи не включены по ошибке балансовые категории, такие как кредит правительству и кредит банкам, которые должны быть показаны в соответствующих статьях денежных счетов.

Главным пассивом денежных властей являются резервные деньги, подробно рассмотренные выше. Таким образом, изменения в резервных деньгах являются отражением изменений, происходящих в активах ЦБ.

Итак, денежные власти – это ЦБ и другие государственные органы, которые по законодательству выполняют отдельные функции ЦБ. В числе главных функций денежных властей – выпуск денег в обращение, хранение государственных золотовалютных резервов, привлечение иностранных займов, финансирование правительства, общее финансирование экономики, выполнение функции кредитора в последней инстанции, осуществление пруденциального надзора за банковской системой – обеспечение выполнения установленных правил ведения банковского бизнеса. В целях анализа бухгалтерский баланс денежных властей должен быть представлен в аналитической форме с выделением в его активах компонентов, критически важных для макроэкономического анализа, – чистых иностранных активов и чистых внутренних активов. В числе последних отдельно показывается чистый кредит ЦБ правительству, кредит коммерческим банкам и кредит всем прочим организациям, объединенным в понятие частного сектора. В аналитическом представлении баланса пассивом денежных властей являются резервные деньги.

3. СОСТАВЛЕНИЕ ОБЗОРА ДЕНЕЖНОЙ СФЕРЫ

Для анализа денежной сферы необходимо сначала правильно представить денежные агрегаты, которые позволяли бы видеть тенденции развития каждого из ее основных компонентов. В качестве примера мы будем использовать стилизованное, полное и развернутое представление обзора денежной сферы.

Схематическое представление

Схематическое представление показывает, как исходные (сырые) данные, имеющиеся в распоряжении любого ЦБ и каждого коммерческого банка, агрегируются и делаются полезными для макроэкономического анализа (рис. 1.1).

Источниками информации являются: бухгалтерский баланс ЦБ, балансы всех коммерческих банков, которые обычно предоставляются ими в ЦБ ежемесячно; балансы других финансовых учреждений, выполняющих банковские функции (т.е. принимающих депозиты и выдающих кредиты); счета страны в МВФ, на которых показываются суммы СДР, распределенные данной стране, и размер ее задолженности МВФ.

Этап 1. ЦБ собирает ежемесячную отчетность банков и других финансовых организаций, в случае если по законода-

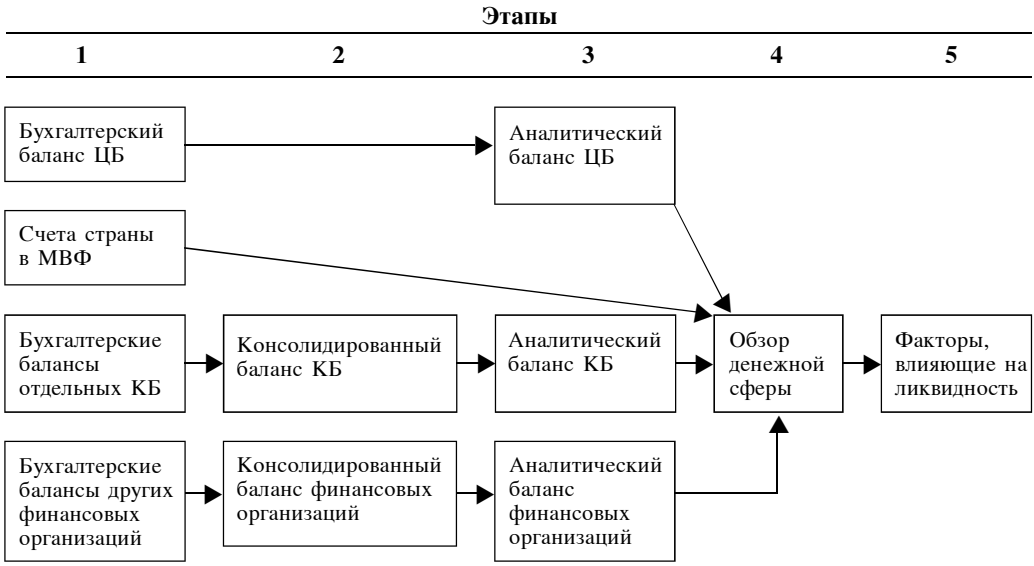


Рис. 1.1. Схема составления обзора денежной сферы

тельству он является надзирающим органом. Если надзорные функции над прочими финансовыми учреждениями выполняет другой государственный орган (например, министерство экономики, торговли или национальная комиссия по ценным бумагам), то ЦБ должен получать от них ежемесячные балансы тех финансовых организаций, которые находятся под их юрисдикцией. Данные о состоянии счетов страны в МВФ предоставляются в Центральный банк или министерство финансов каждой страны-члена ежемесячно.

Этап 2. На основе бухгалтерской отчетности статистический, бухгалтерский и исследовательский департаменты ЦБ составляют консолидированные балансы – отдельно для коммерческих банков и для других финансовых организаций – по форме бухгалтерской отчетности, принятой в данной стране. Чисто внешне он напоминает простой баланс банка с той только разницей, что каждая его статья представляет сумму аналогичных статей и балансов всех банков.

Этап 3. Исследовательский департамент ЦБ, используя консолидированные балансы, составляет аналитические балансы коммерческих банков и финансовых организаций, а также аналитический баланс самого ЦБ. Аналитический баланс агрегирует данные консолидированного баланса в категории, нужные для макроэкономического анализа, прежде всего выделяет чистый кредит правительству и валовой кредит частному сектору, а также чистые иностранные активы. Обычно такое аналитическое представление балансов публикуется ЦБ в его ежегодном отчете, помещается на сайт в Интернете и используется ЦБ для разработки аналитических рекомендаций правительству. В отдельных странах аналитическое представление баланса ЦБ приходится расширять путем включения данных о распределении СДР в число иностранных активов и движении кредитов МВФ в число иностранных пассивов ЦБ. Исследовательские службы большинства ЦБ делают это сами, внося соответствующие изменения в исходный баланс. Иногда аналитический баланс ЦБ, видоизмененный таким образом, называют «Балансом денежных властей».

Этап 4. В аналитических целях можно еще более агрегировать данные о денежной сфере путем слияния балансов ЦБ, коммерческих банков и финансовых компаний в единую таблицу, называемую обзором денежной сферы (*monetary survey*). Все позиции в этой таблице получаются путем прямого сложения аналогичных статей аналитического баланса ЦБ и КБ с двумя важными исключениями: (а) депозиты коммерческих банков в ЦБ (резервы банков), показываемые в активах КБ в их аналитическом балансе, и соответственно резервы банков, входящие в состав резервных денег и показываемые в пассивах ЦБ, должны быть исключены из расчета обзора денежной сферы. Это взаимные требования между ЦБ и КБ, которые сокращаются и не входят поэтому в предложение денег банковской системой в целом; (б) запасы наличных денег в сейфах ЦБ и КБ также должны быть исключены, поскольку наличные деньги, напечатанные, но не выпущенные в обращение, не входят в предложение денег. Обзор денежной сферы представляет собой статистику предложения денег и его компонентов.

Этап 5. На базе обзора денежной сферы составляется таблица факторов, влияющих на ликвидность, которая позволяет ответить на фундаментальный вопрос: почему изменилось предложение денег? В таблице факторов необходимо показать два параметра: (а) изменение каждого компонента предложения денег в абсолютной величине (млн. или млрд. национальных денежных единиц), что позволит ответить на вопрос, сколько составил кредит правительству и частному сектору в прошлый период (месяц, квартал или год); (б) изменение каждого компонента предложения денег по отношению к общему знаменателю, каковым является запас денег на конец предыдущего периода, что позволяет увидеть относительный вклад изменения каждого из компонентов широких денег в изменение предложения денег в целом. В отличие от всех предыдущих таблиц, которые показывают запасы денег, таблица факторов показывает потоки денег и поэтому сопоставима с остальными макроэкономическими таблицами – ВВП, бюджета и платежного баланса.

Стилизованное представление

Решение проблемы 1.1 дает пример составления обзора денежной сферы с использованием искусственных данных. Для лучшего понимания процесса агрегирования целесообразно внимательно ознакомиться с файлом «Глава 1. Решение проблемы 1.1» на прилагаемом диске.

Решение проблемы 1.1. Составление стилизованного обзора денежной сферы

В качестве источника для решения этой проблемы использованы искусственные данные, которые уже представлены в форме аналитического баланса ЦБ, КБ и данных о счетах страны в МВФ. Все данные показывают, какой *запас* денег имеется на конец 2000 г. и на конец 2001 г. соответственно. Тем самым разность показателей на конец 2001 г. и 2000 г. означает поток денег в 2001 г. Процесс агрегирования начинается в данном примере с этапа 3.

Из таблицы 1-1-1 следует, что в 2001 г. резервные деньги возросли на 70 млн. национальных денежных единиц. Главным источником их роста стало увеличение чистых внутренних активов на 60 млн., включая рост чистого внутреннего кредита на 50 млн. и прочих чистых статей – на 10 млн. Рост чистого внутреннего кредита произошел за счет роста чистого кредита правительству на 30 млн., кредитов банкам и государственным предприятиям – на 10 млн. каждый. Вклад увеличения чистых иностранных активов в рост резервных денег был менее значительным – 10 млн. (преимущественно за счет роста иностранных активов).

Таблица 1-1-1. Баланс Центрального банка
(в млн. нац. ден. ед.)

	2000 г.	2001 г.
Чистые иностранные активы	330	340
Активы	400	450
СДР	10	10
Прочие активы	390	440
Пассивы	70	110
Кредиты МВФ	30	60
Прочие пассивы	40	50
Чистые внутренние активы	490	550
Чистый внутренний кредит	480	530
Чистый кредит правительству	380	410
Кредит правительству	500	530
Депозиты правительства	120	120
Кредит банкам	80	90
Кредит государственным предприятиям	20	30
Прочие чистые статьи	10	20
Резервные деньги	820	890
Наличные в обращении	620	640
Резервы банков	200	250

Таблица 1-1-2. Консолидированный баланс коммерческих банков
(в млн. нац. ден. ед.)

	2000 г.	2001 г.
Чистые иностранные активы	–40	–30
Активы	380	450
Пассивы	420	480
Резервы	240	300
Наличные в сейфах	40	50
Депозиты в ЦБ	200	250
Чистый внутренний кредит	910	1090
Чистый кредит правительству	60	90
Кредит правительству	100	140
Депозиты правительства	40	50
Кредит неправительственному сектору	850	1000
Кредит частному сектору	800	900
Кредит государственным предприятиям	50	100
Прочие чистые статьи	100	130
Депозиты	1210	1490
Депозиты до востребования	500	600
Депозиты на срок	600	710
Депозиты в иностранной валюте	110	180

Продолжение

Таблица 1-1-2 показывает, что основными источниками кредитных средств для коммерческих банков были депозиты на срок и депозиты до востребования. Эти средства были использованы на кредиты – правительству и негосударственному сектору – и для поддержания резервов, необходимых и избыточных. Из-за того что иностранные пассивы КБ превосходят их иностранные активы, чистые иностранные активы банковской системы оказались отрицательными.

Таблица 1-1-3. Счета МВФ
(в млн. нац. ден. ед.)

	2000 г.	2001 г.
Распределение СДР	10	10
Кредиты МВФ	30	60

Таблица 1-1-3 показана в национальных денежных единицах, хотя исходная информация публикуется МВФ в СДР. Она говорит, что запас СДР, распределенных в стране какое-то время назад, не изменился – страна не получала новых распределений СДР, не покупала и не продавала их другим странам. В большинстве стран эта позиция баланса обычно все же несколько колеблется из-за изменения курса национальной валюты к СДР.

Чтобы на базе таблиц 1-1-1, 1-1-2 и 1-1-3 составить таблицу 1-1-4, необходимо сделать следующее:

a. Расширить состав чистых иностранных активов ЦБ, если это еще не сделано бухгалтерской или статистической службой ЦБ, путем добавления в число иностранных активов данных о распределении СДР и в число иностранных пассивов ЦБ данных о движении кредитов МВФ.
b. Объединить чистые иностранные активы ЦБ и КБ так, как это показано в таблице 1-1-4, но показать активы ЦБ и КБ все-таки отдельно. Рассчитать чистые иностранные активы банковской системы как суммы чистых иностранных активов ЦБ и КБ.
c. Сложить кредит правительству, предоставленный ЦБ и КБ, депозиты правительства в ЦБ и депозиты правительства в КБ, если таковые имеются. Во многих странах правительство обязано по закону держать депозиты только в ЦБ. Чистый кредит правительству рассчитывается как разность валового кредита правительству и депозитов правительства.
d. Взять все типы кредитов негосударственным предприятиям. Кредит частному сектору – из баланса КБ, кредит государственным предприятиям – из балансов ЦБ и КБ, кредит банкам – из баланса ЦБ.
e. Сложить прочие чистые статьи аналитических балансов ЦБ и КБ.
f. Вычесть из наличных в обращении (в табл. 1-1-1) наличные в сейфах КБ (табл. 1-1-2).
g. Удостовериться, что сумма активов, рассчитанных в шагах a–e, точно равняется пассивам банковской системы, которые представляют собой сумму наличных денег вне банков из баланса ЦБ и всех депозитов из баланса КБ. Как видно, взаимные требования между ЦБ и КБ (депозиты КБ в ЦБ и резервы банков в ЦБ) из расчета исключены. Также не учитываются наличные в сейфах, которые в данном случае просто не показаны ни в одном из аналитических балансов.

Продолжение

Таблица 1-1-4. Обзор денежной сферы
(*в млн. нац. ден. ед.*)

	2000 г.	2001 г.
Чистые иностранные активы	290	310
Центральный банк	330	340
Активы	400	450
Пассивы	70	110
Коммерческие банки	–40	–30
Активы	380	450
Пассивы	420	480
Чистые внутренние активы	1500	1770
Чистый внутренний кредит	1390	1620
Чистый кредит правительству	440	500
Кредит правительству	600	670
Депозиты правительства	160	170
Кредит неправительственному сектору	950	1120
Кредит частному сектору	800	900
Кредит государственным предприятиям	70	130
Кредит банкам	80	90
Прочие чистые статьи	110	150
Широкие деньги	1790	2080
Деньги	1080	1190
Наличные вне банков	580	590
Депозиты до востребования	500	600
Квазиденьги	710	890
Депозиты на срок	600	710
Депозиты в иностранной валюте	110	180

Таблица 1-1-4 показывает результат агрегирования таблиц от 1-1-1 до 1-1-3. Помимо категорий, указанных в самой таблице, которые важны для макроэкономического анализа, обзор денежной сферы позволяет видеть абсолютную и относительную величины таких аналитически значимых показателей, как размер валовых иностранных активов банковской системы: в 2001 г. он составил 900 (450 + 450) млн. национальных денежных единиц; размер внутреннего государственного долга банковской системе – 670 млн. национальных денежных единиц; размер предложения денег – 2080 млн. национальных денежных единиц.

Наконец, от таблицы 1-1-4 перейдем к таблице 1-1-5 «Факторы, влияющие на ликвидность в 2001 г.». В первой колонке показано изменение в каждой категории за 2001 г., рассчитанное как простая разность остатков денег на конец 2001 г. и конец 2000 г. по каждой из категорий. Во второй колонке показано это изменение как процент от объема широких денег на конец 2000 г., т.е. предложение широких денег в 1790 млн. национальных денежных единиц из таблицы 1-1-4 используется как общий знаменатель.

Таблица показывает, что в 2000 г. предложение денег выросло на 16,2%, в основном за счет роста чистого внутреннего кредита на 12,8%, в рамках которого рост кредита негосударственному сектору (на 9,5%) играл наиболее важную роль, тогда как чистый

Таблица 1-1-5. Факторы, повлиявшие на ликвидность в 2001 г.

	Изменение в млн. ден. ед.	Изменение в процентах от начального уровня широких денег	Ежегодное изменение в процентах
Чистые иностранные активы	20	1,1	6,9
Центральный банк	10	0,6	3,0
Активы	50	2,8	12,5
Пассивы	40	2,2	57,1
Коммерческие банки	10	0,6	–25,0
Активы	70	3,9	18,4
Пассивы	60	3,4	14,3
Чистые внутренние активы	270	15,1	18,0
Чистый внутренний кредит	230	12,8	16,5
Чистый кредит правительству	60	3,4	13,6
Кредит правительству	70	3,9	11,7
Депозиты правительства	10	0,6	6,3
Кредит неправительственному сектору	170	9,5	17,9
Кредит частному сектору	100	5,6	12,5
Кредит государственным предприятиям	60	3,4	85,7
Кредит банкам	10	0,6	12,5
Прочие чистые статьи	40	2,2	36,4
Широкие деньги	290	16,2	16,2
Деньги	110	6,1	10,2
Наличные вне банков	10	0,6	1,7
Депозиты до востребования	100	5,6	20,0
Квазиденьги	180	10,1	25,4
Депозиты на срок	110	6,1	18,3
Депозиты в иностранной валюте	70	3,9	63,6

кредит правительству возрос всего на 3,4%. Рост иностранных активов за счет приобретения иностранной валюты Центральным банком и КБ повлиял весьма несущественно (рост на 1,1%) на предложения денег. Доверие к банковской системе оставалось на достаточно хорошем уровне, поскольку депозиты на срок росли быстрее (на 6,1%), чем депозиты до востребования (на 5,6%), и оба этих типа депозитов росли быстрее, чем наличные деньги в обращении за пределами банков (на 0,6%).

В абсолютных цифрах важно обратить внимание, что чистый кредит правительству составил 60 млн. денежных единиц. Именно такой объем финансирования бюджета банковской системой должен быть показан под чертой в таблице бюджета. Рост чистых иностранных активов ЦБ составил 10 млн. денежных единиц, потому что активы выросли на 50 млн., но и пассивы тоже увеличились – на 40 млн. Именно 10 млн., конвертированных в доллары (1 млн. долл. при курсе 1 доллар = 10 национальных денежных единиц), должны быть показаны как накопление резервов в платежном балансе страны в 2001 г.

Итак, схематическое составление обзора денежной сферы включает следующие этапы: сбор ЦБ бухгалтерских балансов финансовых организаций, действующих в данной стране; составление консолидированных балансов коммерческих банков и других финансовых организаций; составление аналитических балансов ЦБ, коммерческих банков и других финансовых организаций; агрегирование аналитических балансов в обзор денежной сферы; составление на его базе таблицы факторов, влияющих на денежную ликвидность. Стилизованный обзор финансовой сферы, составленный в соответствии с этой схемой с использованием искусственных данных за два года, позволяет проследить основные этапы агрегирования денежной статистики и интерпретировать основные изменения в денежных показателях.

4. АНАЛИЗ ОБЗОРА ДЕНЕЖНОЙ СФЕРЫ

Обзор денежной сферы при фиксированном валютном курсе

Составление обзора денежной сферы наиболее просто в стране с фиксированным валютным курсом, потому что изменение курсов валют, в которых выражены чистые иностранные активы и депозиты в иностранной валюте, не влияют на их объем, выраженный в национальной валюте. Это, однако, не означает, что статья изменения стоимостной оценки активов и пассивов, куда обычно относятся изменения, возникающие в связи с колебаниями валютного курса, в балансе ЦБ и КБ отсутствует. Если считать, что колебаний курса национальной валюты не существует, то стоимостные оценки активов и пассивов могут изменяться в результате изменения их рыночной стоимости, например капитала (офисных зданий и оборудования банков), изменения курса СДР по отношению к национальной валюте (счета МВФ). Характерной чертой денежного обзора в стране с фиксированным валютным курсом является отсутствие статьи «эквивалент оценочных изменений» (*counterpart to valuation changes*).

Решение проблемы 1.2 призвано продемонстрировать, что исходная информация для составления обзора денежной сферы может предоставляться ЦБ в форме, несколько отличной от стилизованного представления, обсужденного выше. Это приводит к необходимости перегруппировать данные в соответствии с точными определениями широких и резервных денег, также воспроизведенными выше. Последовательность представления денежных таблиц в данном случае будет примерно такой же, как и в стандартных публикациях МВФ и многих центральных банков (см. файл «Глава 1. Решение проблемы 1.2»).

Решение проблемы 1.2. Составление обзора денежной сферы в стране с фиксированным валютным курсом

В аналитических целях стандартные таблицы денежного сектора представляются в печати обычно в порядке, обратном их составлению, так что факторы, влияющие на состояние денежной сферы, оказываются первой таблицей, лежащий в ее основе обзор денежной сферы – второй, а за ними следуют исходные таблицы балансов ЦБ и КБ. Таблицы, касающиеся данной проблемы, содержатся в файле «Глава 1. Составление обзора денежной сферы в стране с фиксированным валютным курсом» на прилагаемом диске и представляют собой реальные данные по одной из стран. На диске они охватывают период 1990–1999 гг. и имеют более детальную разбивку на отдельные статьи по сравнению с той, что представлена здесь.

Продолжение

Таблица 1-2-1. Факторы, влияющие на ликвидность

	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.
Изменения (в млн. нац. ден. ед.)					
Чистые иностранные активы	130	19	–51	129	–193
Центральный банк	62	–4	38	–7	9
Коммерческие банки	68	22	–88	136	–202
Чистые внутренние активы	–30	26	168	138	274
Чистый внутренний кредит	67	–43	144	158	202
Чистый кредит правительству	34	–50	24	72	59
Кредит правительству	–15	18	33	52	68
Депозиты правительства	–50	68	8	–20	9
Кредит неправительственному сектору	33	7	120	86	143
Прочие чистые статьи	–97	69	24	–20	72
Широкие деньги	100	45	117	267	81
Деньги	–12	2	13	18	61
Квазиденьги	112	42	105	249	20
Изменения от уровня предложения широких денег на конец предыдущего года (в %)					
Чистые иностранные активы	9,7	1,3	–3,4	8,0	–10,3
Центральный банк	4,6	–0,2	2,5	–0,5	0,5
Коммерческие банки	5,0	1,5	–5,9	8,5	–10,8
Чистые внутренние активы	–2,2	1,8	11,3	8,6	14,6
Чистый внутренний кредит	5,0	–3,0	9,6	9,8	10,8
Чистый кредит правительству	2,5	–3,5	1,6	4,5	3,2
Кредит правительству	–1,1	1,3	2,2	3,2	3,6
Депозиты правительства	–3,7	4,7	0,6	–1,2	0,5
Кредит неправительственному сектору	2,4	0,5	8,0	5,3	7,6
Прочие чистые статьи	–7,2	4,8	1,6	–1,2	3,8
Широкие деньги	7,4	3,1	7,9	16,6	4,3
Деньги	–0,9	0,2	0,9	1,1	3,2
Квазиденьги	8,3	2,9	7,0	15,5	1,1
Ежегодные изменения (в %)					
Чистые иностранные активы	16,8	2,1	–5,5	14,8	–19,3
Центральный банк	21,2	–1,0	10,7	–1,9	2,3
Коммерческие банки	14,1	4,1	–15,5	28,3	–32,7
Чистые внутренние активы	–5,2	4,7	29,5	18,7	31,2
Чистый внутренний кредит	9,9	–5,8	20,5	18,6	20,1
Чистый кредит правительству	–14,5	24,9	–9,6	–31,5	–38,0
Кредит правительству	–8,5	11,0	17,8	24,2	25,5
Депозиты правительства	–11,9	18,6	1,9	–4,5	2,1
Кредит неправительственному сектору	3,6	0,7	12,5	8,0	12,3
Прочие чистые статьи	92,9	–34,3	–18,2	18,3	–55,9
Широкие деньги	7,4	3,1	7,9	16,6	4,3
Деньги	–3,5	0,7	3,8	5,1	16,6
Квазиденьги	11,2	3,8	9,0	19,7	1,3

Продолжение

Таблица 1-2-1 показывает факторы, влияющие на денежную ликвидность, в трех измерениях: как ежегодные абсолютные изменения в миллионах национальных денежных единиц, как изменения в процентах от начального уровня предложения широких денег и как ежегодное изменение в процентах. По данным таблицы, в 1999 г. предложение денег, равное спросу на них, возросло на 81 млн., или 4,3%. Этот рост произошел за счет существенного расширения чистых внутренних активов, тогда как чистые иностранные активы сократились в результате быстрого роста иностранных обязательств коммерческих банков на 10,8%. Чистые внутренние активы увеличились в результате главным образом роста на 143 млн. (12,3%) кредита неправительственному сектору, вклад которого в рост широких денег составил 7,6%. Чистый кредит правительству со стороны банковской системы составил 59 млн., что было на 38% меньше, чем в 1998 г., а его вклад в рост широких денег достиг 3,2%. Интересно, что спрос на наличные деньги был более интенсивным, чем на банковские депозиты.

Абсолютные величины изменений в денежной сфере дают возможность перекрестной проверки данных по другим секторам. Например, в бюджете финансирование со стороны банковской системы должно составить 68 млн. Рост правительственных депозитов на 9 млн. должен точно соответствовать изменению депозитов правительства, также показываемых в бюджете, но с противоположным знаком. Чистые иностранные активы ЦБ возросли также на 9 млн. национальных денежных единиц. Точно такая же сумма, но в долларах, должна быть показана с противоположным знаком в качестве финансирующей статьи платежного баланса этой страны. Наконец, кредит негосударственному сектору, составивший 143 млн., должен отразиться в заключенных контрактах и росте производства товаров в тех отраслях, куда он был направлен.

Таблица 1-2-2. Обзор денежной сферы
(в млн. нац. ден. ед.)

	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.
Чистые иностранные активы	904	922	872	1001	808
Центральный банк	356	353	391	383	392
Активы	356	353	391	383	392
Пассивы	0	0	0	0	0
Коммерческие банки	547	570	481	617	416
Активы	975	962	1077	1190	1282
Пассивы	427	392	595	572	867
Чистые внутренние активы	544	570	738	876	1149
Чистый внутренний кредит	745	702	846	1004	1206
Чистый кредит правительству	–202	–253	–228	–156	–97
Кредит правительству	165	183	216	268	336
Депозиты правительства	368	436	444	424	433
Кредит неправительственному сектору	948	955	1074	1160	1303
Прочие чистые статьи	–201	–132	–108	–128	–56
Широкие деньги	1448	1492	1609	1876	1957
Деньги	333	335	348	366	426
Наличные вне банков	103	103	105	93	113
Депозиты до востребования	229	232	243	272	313
Квазиденьги	1115	1157	1262	1511	1530
Срочные и сберегательные депозиты	613	650	718	840	900
Депозиты в иностранной валюте	502	508	544	671	631

Продолжение

	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.
Меморандум*					
Резервы/депозиты (%)	9,3	7,1	8,4	5,0	8,3
Кредит/депозиты (%)	82,8	81,9	85,7	80,1	88,9
Наличные/депозиты (%)	7,7	7,4	7,0	5,2	6,1
Широкие деньги/ВВП	65,8	65,0	67,4	80,7	78,6
Мультипликатор	6,2	7,2	6,9	10,2	7,3
Скорость обращения (коэффициент широких денег)	1,5	1,5	1,5	1,2	1,3
Номинальный ВВП (млн. нац. ден. ед.)	2199	2294	2387	2326	2489

* Показатели, которые рассчитаны на базе основной таблицы 1-2-2, но не являются ее частью.

Таблица 1-2-2 представляет собой стандартный обзор денежной сферы, составленный по методологии, описанной при решении проблемы 1-1. Помимо статей самого обзора она включает в качестве меморандума ряд аналитических коэффициентов, которые могут быть полезны для анализа состояния денежной сферы. Важно отметить, что в данной стране ЦБ не имеет иностранных пассивов, тем самым чистые иностранные активы ЦБ равны его валовым активам. Если статистика баланса ЦБ правильная, это говорит о том, что у страны нет задолженности перед иностранными банками, во всяком случае той ее части, которую гарантирует ЦБ (задолженность правительства при этом может существовать), и нет обязательств перед МВФ (кредитов данная страна либо не брала вообще, либо по ним расплатилась). Судя по тому, что иностранные активы КБ в 3 раза больше иностранных активов ЦБ, банковский сектор этой страны, видимо, обслуживает большую экспортную отрасль (например, экспорт нефти) и аккумулирует тем самым большие иностранные активы.

Интересно также, что чистый кредит правительству, предоставленный банковской системой, – величина отрицательная. Статистически это означает, что правительство в любой момент может расплатиться по своим долгам перед банковской системой за счет перевода денег со своих депозитов. На практике, однако, это скорее всего говорит о том, что правительство получает значительные доходы на свои счета в банковской системе, фактически сберегая, не тратя, часть государственных доходов, сокращая тем самым предложение денег. Прочие чистые статьи интересны тем, что они отрицательные, то есть сокращают предложение денег, что обычно истолковывается как положительная антиинфляционная тенденция. Более того, в 1999 г. они сократились – и существенно, – что говорит об улучшении статистической компиляции банковских балансов: часто в число прочих чистых статей ошибочно включаются отдельные типы кредитов правительству и частному сектору, что затушевывает реальный спрос на кредит этих важнейших секторов экономики.

Скорость обращения денег после значительного сокращения в 1997 г. остается стабильной на уровне 1,2–1,3, что обычно говорит о хорошем контроле властей за инфляцией, тогда как уровень монетизации экономики – доля широких денег в ВВП – весьма высок, порядка 80%. О видимом сокращении инфляционных тенденций говорит и падающий мультипликатор – с 10,2 до 7,3 в течение 1999 г. Рост коэффициента резервы/депозиты обычно нельзя интерпретировать, пока не установлена причина – рост резервов или сокращение депозитов. В данном случае в 1999 г. суммарный объем депозитов возрос, хотя и обнаружилась тенденция оттока депозитов в иностранной

Продолжение

валюте. Из баланса КБ будет видно, что размер резервов банков значительно увеличился. Без дополнительной информации эту тенденцию интерпретировать нельзя, поскольку рост резервов может отражать как изменение нормы обязательного резервирования ЦБ, накопление банками излишних резервов вследствие низкого спроса на кредит или повышения оценки банковских рисков. В порядке перепроверки: при росте этого коэффициента мультипликатор должен сокращаться.

Рост коэффициента кредиты/депозиты говорит обычно о повышении кредитной активности банков, что становится тревожной тенденцией, когда кредиты растут, а депозиты сокращаются или когда кредиты растут намного быстрее, чем депозиты. Из развернутой таблицы факторов, влияющих на денежную ликвидность, видно, что рост депозитной базы существенно отстает от роста объема кредитования. В целом представляется, что в этой стране налицо проблема с доверием к банковской системе, поскольку коэффициент наличные/депозиты также возрос в 1999 г. Очевидно, в структуре спроса на деньги начинает преобладать спрос на наличные деньги, а банки, наблюдая вялый рост депозитов, который отстает от активной кредитной деятельности, предпочитают перестраховаться и сберегают сверхнормативные резервы на случай, если клиенты начнут еще активнее забирать депозиты или резко возрастет спрос на кредит.

Таблица 1-2-3. Баланс Центрального банка
(в млн. нац. ден. ед.)

	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.
Активы	502	484	527	523	611
Иностранные активы	356	353	392	383	392
Золото	3	3	3	3	3
Иностранная валюта	353	350	388	381	389
Требования к банкам	123	108	87	92	195
Требования к правительству	15	17	44	40	12
Прочие активы	8	7	7	8	12
Пассивы	502	484	527	523	611
Резервные деньги	234	208	234	183	267
Выпущенные наличные деньги	118	117	123	115	160
Наличные в обращении	103	103	105	93	113
Наличные в банках	14	14	18	21	47
Депозиты банков	116	91	111	69	106
Иностранные пассивы	0	0	0	0	0
Обязательства перед не банками	20	25	24	36	48
Депозиты правительства	10	3	1	14	1
Капитал и резервы	237	247	268	288	293
Прочие пассивы	2	2	1	1	2

Баланс ЦБ, представленный в таблице 1-2-3, весьма прост. Иностранные активы на протяжении последних лет практически не менялись, что обычно свидетельствует о том, что валютный курс страны зафиксирован на уровне, близком к равновесному, и не требует сколько-нибудь существенной поддержки со стороны ЦБ. В то же время платежный баланс страны должен сводиться практически с нулевым сальдо. В 1999 г. ЦБ активно финансировал банки и, кроме того, правительство расплачивалось по своей

Продолжение

прежней задолженности ЦБ, хотя возможно, что часть этой оплаты была произведена за счет снятия правительством денег со своих депозитов в ЦБ.

Резервные деньги возросли за счет роста как наличных денег, так и депозитов. Наличные в банках включены в резервные деньги на том основании, что они выпущены ЦБ в обращение, но находятся в сейфах КБ. Поэтому они не включены в состав широких денег. Депозиты банков в балансе ЦБ по объему несколько, но несущественно отличаются от депозитов банков в ЦБ, показанных в консолидированном балансе КБ, что может свидетельствовать о временных различиях в ведении бухгалтерского учета. Несколько тревожной тенденцией 1999 г. может считаться рост прочих активов, что увеличивает и без того положительные прочие чистые статьи. Это может говорить о неверной классификации отдельных статей активов и отнесении требований к правительству или банкам на счет прочих активов.

Таблица 1-2-4. Консолидированный баланс коммерческих банков
(*в млн. нац. ден. ед.*)

	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.
Активы	2623	2693	3133	3284	3746
Иностранные активы	975	962	1077	1190	1282
Внутренние активы	1648	1731	2057	2094	2463
Резервы	125	99	127	89	154
Наличные	14	14	18	21	47
Депозиты в ЦБ	110	85	109	68	101
Требования к правительству	150	167	172	228	324
Кредиты	8	18	51	68	101
Ценные бумаги	142	149	121	159	223
Требования к частному сектору	948	955	1074	1160	1303
Требования к банкам	354	447	556	553	614
Прочие активы	71	64	127	64	69
Пассивы	2623	2693	3133	3284	3746
Иностранные пассивы	427	392	595	572	867
Депозиты до востребования	229	232	243	272	313
в том числе в иностранной валюте	49	44	42	55	76
Срочные и сберегательные депозиты	1095	1133	1238	1475	1482
в том числе в иностранной валюте	502	508	544	671	631
Правительственные депозиты	358	433	443	410	432
в том числе в иностранной валюте	230	300	285	290	275
Обязательства перед банками	211	182	219	262	345
ЦБ	74	47	43	52	118
Коммерческие банки	137	136	177	210	227
Капитал и резервы	186	192	199	255	260
Прочие пассивы	117	129	195	38	47
Меморандум					
Депозиты до востребования/все депозиты (%)	13,6	12,9	12,6	12,6	14,1
Депозиты в иностранной валюте/все депозиты (%)	32,7	30,7	30,4	33,6	31,7
Кредит частному сектору/весь кредит (%)	86,3	85,1	86,2	83,6	80,1
Кредит правительству/весь кредит (%)	13,7	14,9	13,8	16,4	19,9
Иностранные пассивы/иностранные активы (%)	100,4	98,2	109,7	109,1	122,7

Продолжение

Консолидированный баланс КБ (табл. 1-2-4) интересен существенным ростом в 1999 г. требований к правительству, причем правительство занимало средства в банках как в форме прямых кредитов, так и путем продажи им своих ценных бумаг. В результате коэффициент кредит правительству/весь кредит вырос с 16,4 до 19,9. При этом правительственные депозиты в КБ, которые обычно используются для выплаты зарплаты государственным служащим в тех частях страны, где нет отделений ЦБ, возросли незначительно, а депозиты в иностранной валюте даже сократились. Быстрый рост иностранных пассивов наряду с сокращением депозитов в иностранной валюте (падение соответствующего коэффициента депозиты в иностранной валюте/все депозиты) свидетельствует, что коммерческим банкам не хватает иностранной валюты для финансирования потребностей в кредитах в иностранной валюте и они вынуждены прибегать к заимствованию за рубежом. Эта тенденция подтверждается ростом со 109,1 до 122,7 отношения иностранных пассивов, определенных в данном случае как сумма собственно иностранных пассивов и всех депозитов в иностранной валюте, к иностранным активам.

В целом анализ состояния денежной сферы в данной стране в 1999 г. свидетельствует о здоровом росте кредитования частного сектора со стороны банковской системы, тогда как правительство не забирало сколько-нибудь значимой доли кредитных ресурсов. Фиксированный валютный курс не подвергался сколько-нибудь серьезному давлению, в результате чего вмешательства ЦБ для его поддержания не требовалось. Имевшая место относительная стабильность чистых иностранных активов позволяла ЦБ проводить активную денежную политику даже в условиях фиксированного валютного курса. Спрос на деньги существенно сократился по сравнению с предыдущим годом вследствие роста иностранных займов и других пассивов КБ. Негосударственный сектор предъявлял повышенный спрос на наличные деньги, который удовлетворялся за счет банковских кредитов. Особо тревожных проблем в денежной системе не наблюдалось.

Обзор денежной сферы при плавающем валютном курсе

Принципиальное отличие составления обзора денежной сферы при плавающем валютном курсе от его составления при фиксированном курсе заключается в том, что колебания валютного курса сильно влияют на балансы ЦБ и коммерческих банков. Колебания баланса происходят из-за того, что чистые иностранные активы являются его важной статьей. Чистые иностранные активы отражаются в балансе в национальной валюте, тогда как все транзакции по этой статье происходят в иностранных валютах, курс которых по отношению к национальной валюте колеблется. Поскольку колебания в балансе носят чисто статистический характер – 1 млн. долл., приобретенных ЦБ на валютном рынке, остается 1 млн. долл., независимо от того, по какому курсу (1 доллар = 30 руб. или 1 доллар = 40 руб.) он записывается в баланс ЦБ. Если в начале года ЦБ приобрел 1 млн. долл. по курсу 1 доллар = 30 руб., в течение года больше долларов не покупал, но курс рубля к концу года упал до 1 доллар = 40 руб., очевидно, что в начале года в балансе ЦБ появятся 30 млн. руб., а в конце – 40 млн. руб. Внешне похоже, что предложение рублей увеличилось на 10 млн. руб. Но это не так, предложение денег не изменилось и равно 1 млн. долл. Изменилась лишь его оценка в рублях в балансе в связи с изменением валютного курса. В результате требуется введение в баланс новой строки – оценочной корректировки, которая вычитала бы 10 млн. руб. из активов, оставляя тем самым предложение денег неизменным.

@ *Оценочная корректировка (valuation adjustment)* – изменения, вносимые в баланс вследствие колебаний рыночной стоимости активов и пассивов.

Такие колебания могут быть следствием:

- изменения валютного курса, используемого для перевода в национальную валюту стоимости активов и пассивов, деноминированных в иностранных валютах;
- изменения котировок иностранных ценных бумаг, входящих в состав иностранных активов;
- изменения рыночной стоимости активов и пассивов, деноминированных в национальной валюте.

Изменение компонента котировок ценных бумаг обычно незначительно, поскольку основная часть ценных бумаг, которые держатся банками в качестве иностранных активов, составляют казначейские векселя США, имеющие фиксированную лицевую стоимость и хорошо предсказуемый доход. Третий компонент оценочной корректировки обычно рассчитывается бухгалтерской службой банков и меняется нечасто, поскольку переоценка основных фондов происходит раз в несколько лет. Поэтому в целях анализа и составления среднесрочной программы обычно исходят из того, что изменение стоимости активов и пассивов, деноминированных в национальной валюте, равно нулю и что изменение валютного курса – единственная причина необходимости оценочной корректировки. Так как изменение валютного курса затрагивает только активы и пассивы банков, выраженные в иностранной валюте, то условно можно полагать, что вся оценочная корректировка должна происходить внутри чистых иностранных активов.

Чистые иностранные активы (ЧИА) включаются в обзор денежной сферы в национальной валюте. Поэтому любые изменения их размеров могут быть результатом изменения размера активов или пассивов в долларах (реальные изменения) или изменения курса национальной валюты к доллару (оценочные изменения). При анализе происходящих в ЧИА изменений надо учитывать как минимум четыре компонента:

- рост иностранных активов приводит к росту ЧИА;
- рост иностранных пассивов приводит к сокращению ЧИА;
- рост курса доллара (падение курса национальной валюты) приводит к росту в национальной валюте как иностранных активов, так и иностранных пассивов. Если активы больше пассивов – ЧИА растут; в обратном случае ЧИА сокращаются;
- одновременное изменение размера активов, пассивов и валютного курса приводит к неоднозначному результату, который зависит от относительных размеров активов и пассивов, эластичности их изменения с учетом валютного курса и размера изменения валютного курса.

Если чистые иностранные активы положительны, их рост вследствие обесценения курса национальной валюты приводит, в соответствии с системой двойной записи, к росту статьи оценочной корректировки, которая находится в пассиве бухгалтерского баланса. В аналитическом представлении балансов ЦБ и консолидированного баланса КБ в странах с плавающим валютным курсом статья, касающаяся оценочной корректировки, показывается в активе непосредственно после статьи ЧИА, но с противоположным, обычно отрицательным, знаком (см. файл «Глава 1. Решение проблемы 1.3»).

● Решение проблемы 1.3. Расчет оценочной корректировки (стилизованное представление)

Возможны пять основных вариантов расчета оценочной корректировки, которые проиллюстрированы на примере изменения запасов ЧИА между концом 1999 и 2000 г.

Продолжение

Таблица 1-3-1. Расчет оценочной корректировки

	1999 г.	2000 г.	1999 г.	2000 г.	1999 г.	2000 г.	1999 г.	2000 г.	1999 г.	2000 г.
	I		II		III		IV		V	
				В млн. нац. ден. ед.						
Номинальные изменения										
Чистые иностранные активы	900	900	900	1100	900	2200	900	2100	900	1200
Активы	1000	1000	1000	1200	1000	2400	1000	2400	1000	1600
Пассивы	100	100	100	100	100	200	100	300	100	400
Валютный курс (нац. вал./долл.)	10	10	10	10	10	20	10	20	10	20
				В млн. долл.						
Чистые иностранные активы	90	90	90	110	90	110	90	105	90	60
Активы	100	100	100	120	100	120	100	120	100	80
Пассивы	10	10	10	10	10	10	10	15	10	20
				В млн. нац. ден. ед.						
Реальные изменения										
Чистые иностранные активы		0		200		200		150		– 300
Активы		0		200		200		200		– 200
Пассивы		0		0		0		50		100
Оценочная корректировка										
Чистые иностранные активы		0		0		–1100		–1050		–600
Активы		0		0		–1200		–1200		–800
Пассивы		0		0		–100		–150		–200
Влияние на предложение денег		0		200		200		150		–300

I. Ни ЧИА, ни валютный курс за год не изменились. В этом случае и реальные, и оценочные изменения равны нулю. Следовательно, никакого изменения предложения денег не произошло.

II. Иностранные активы выросли на 200 млн. нац. ден. единиц, пассивы и валютный курс остались прежними. Заметим, что пересчитанные в доллары иностранные активы выросли на 20 млн. долл. Переводя этот реальный рост обратно в национальную валюту по курсу на конец 1999 г., получаем реальное изменение иностранных активов: рост на $(120 - 100) \times 10 = 200$ млн. нац. ден. единиц. Вычитая реальное изменение из номинального, получаем, что оценочная корректировка в данном случае равна нулю: $[(1200 - 1000) - 200] = 0$. Влияние на предложение денег рассчитывается как номинальное изменение плюс оценочная корректировка $(1100 - 900) + (-0) = 200$. Тем самым при неизменном валютном курсе номинальные изменения ЧИА равны их реальным изменениям и приводят к изменению предложения денег на ту же величину.

Продолжение

III. Этот вариант отличается от предыдущего только тем, что курс национальной валюты по отношению к доллару упал с 10 до 20. В долларовом выражении ЧИА, так же как и в предыдущем варианте, увеличились на 20 млн. долл. Следовательно, реальный рост ЧИА, как и прежде, составляет 200 млн. нац. ден. ед. Но, как следует из данных о ЧИА в нац. валюте, они возросли на 1300. Очевидно, что в основном это мифический рост в результате падения курса, который используется при составлении баланса. Оценочная корректировка, необходимая в данном случае, рассчитывается как простая разность номинального и реального изменения. Например, по иностранным активам она составит: [2400 – 1000] – 200 = = –1200. Аналогично по пассивам. Оценочная корректировка по ЧИА в целом составит: – 1200 – (–100) = –1100. Чтобы выяснить влияние изменений на предложение денег, эта сумма должна быть прибавлена, но фактически вычтена, поскольку она отрицательная, из номинального изменения ЧИА в нац. ден. ед. 2200 – 900 + (–1100) = 200. Как видно, с учетом оценочной корректировки предложение денег осталось таким же, как и в предыдущем варианте, – оно выросло на 200 млн. нац. ден. ед. Этот пример позволяет увидеть, что рост ЧИА зависит в основном от падения валютного курса, тогда как вклад иностранных активов, реально приобретенных банками, весьма невелик.

IV. Данный вариант более приближен к действительности – и иностранные активы, и иностранные пассивы возросли, и валютный курс обесценился. Заметим, что вследствие роста пассивов, при росте активов и обесценении курса на ту же величину, что и в предыдущем примере, реальные изменения ЧИА и, следовательно, рост предложения денег должны быть меньше, а оценочная корректировка – больше (отрицательная величина), чем в предыдущем примере. Действительно, реальные ЧИА и предложение денег выросли только на 150 млн. нац. ден. ед. после оценочной корректировки номинального изменения ЧИА: [(2100 – 900) – 1050] = 150. Этот вариант показывает, как можно выяснить реальный вклад и вклад в результате изменений валютного курса в изменение каждого компонента ЧИА.

V. Наконец, это наиболее сложный вариант, когда иностранные активы, пассивы и валютный курс изменяются одновременно, причем в различных направлениях – активы сокращаются, пассивы растут и курс падает. В этом случае страна потеряла за год 30 млн. долл. ЧИА, из которых 20 млн. – в результате прямого сокращения активов (например, ЦБ продавал доллары, пытаясь поддержать падающий курс национальной валюты) и 10 млн. – из-за роста пассивов (ЦБ набрал новые иностранные займы). Курсу поддержка ЦБ не помогла – он все равно обесценился вдвое. В обзоре денежной сферы будет показан номинальный рост ЧИА на 300 млн. нац. ден. ед., но сокращение предложения денег составит такую же величину (т.е. 300 млн.), поскольку номинальный рост ЧИА более чем перекрывается оценочной корректировкой, которая в данном случае составит: [(1200 – 900) – (–300)] = –600.

Различие реальных изменений и изменений вследствие колебаний валютного курса важно в процессе макроэкономического программирования, когда учитывается приток резервов в ЦБ в результате аккумулирования положительного сальдо платежного баланса. В странах с плавающим валютным курсом оценочные изменения, точнее их компенсирующая статья, показываются отдельно в аналитическом обзоре денежной сферы в числе активов и, следовательно, с противоположным знаком.

@ *Эквивалент оценочных изменений (counterpart to valuation changes)* –

статья обзора денежной сферы, показывающая размер оценочной корректировки.

Трудности интерпретации и прогнозирования оценочных изменений возникают, когда реальные и оценочные изменения происходят в противоположных направлениях, иностранные активы или пассивы велики по абсолютным размерам, движение курса значительно, или при каком-либо сочетании этих явлений (см. файл «Глава 1. Решение проблемы 1.4»).

Решение проблемы 1.4. Составление обзора денежной сферы в стране с плавающим валютным курсом

Решение этой проблемы построено на использовании реальных данных. Этапы агрегирования аналитических балансов ЦБ и КБ в обзоре денежной сферы ничем не отличаются от агрегирования в случае страны с фиксированным курсом, с той только разницей, что в каждом из этих балансов будет отдельная корреспондирующая статья стоимостной корректировки. Данные по этим статьям нужно просто перенести в обзор денежной сферы и сложить. Если стоимостная корректировка показана в пассиве исходных балансов, не забудьте поменять знак на противоположный.

Таблица 1-4-1. Обзор денежной сферы в стране с плавающим валютным курсом
(в млн. нац. ден. ед.)

	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Чистые иностранные активы	–361,6	–353,7	–352,1	–340,9
Центральный банк	–424,4	–417,2	–415,0	–403,6
Активы	53,3	60,9	61,9	69,7
Пассивы	477,7	478,1	476,9	473,3
Коммерческие банки	62,8	63,5	62,9	62,7
Активы	66,3	67,8	67,3	66,6
Пассивы	3,5	4,3	4,5	3,9
Эквивалент оценочных изменений	438,8	440,1	440,2	441,5
Центральный банк	439,1	438,8	438,3	439,9
Коммерческие банки	–0,3	1,3	1,9	1,6
Чистые внутренние активы	199,5	200,9	200,5	197,8
Чистый внутренний кредит	156,9	157,4	163,3	166,6
Чистые требования к правительству	96,2	98,7	99,1	99,0
Центральный банк	101,3	102,6	103,3	104,3
Коммерческие банки	–5,1	–4,0	–4,2	–5,3
Требования к неправительственному сектору	60,7	58,8	64,3	67,6
Прочие чистые статьи	42,6	43,5	37,1	31,1
Широкие деньги	276,7	287,3	288,5	298,4
Наличные вне банков	105,0	112,5	112,8	115,2
Депозиты до востребования	71,1	69,8	72,4	77,9
Квазиденьги	100,6	105,0	103,3	105,3
Меморандум				
ЧИА, исключая оценочные изменения	77,2	86,4	88,0	100,6
Центральный банк	14,7	21,6	23,3	36,3
Коммерческие банки	62,5	64,8	64,7	64,3

Продолжение

Единственная статья этого обзора денежной сферы, показанная для справки как меморандум, – ЧИА, исключающие оценочные изменения. Она представляет собой простую сумму (внимание, не разность!) ЧИА ЦБ и корректирующей статьи оценочных изменений ЦБ, а также ЧИА коммерческих банков и корректирующей статьи оценочных изменений КБ.

Беглый взгляд на взаимосвязь ЧИА и стоимостной корректировки в данной стране позволяет сделать ряд интересных наблюдений:

- ЦБ имеет большую внешнюю задолженность, т.е. крупные обязательства перед нерезидентами. Из-за больших пассивов, висящих на балансе ЦБ, ЧИА страны отрицательны. Поэтому любые, пусть небольшие в процентном отношении, изменения иностранных пассивов могут привести к существенным сдвигам в ЧИА.
- Абсолютная величина ЧИА не позволяет судить о тенденциях их развития: сокращение отрицательной величины может означать рост активов, сокращение пассивов, сокращение активов медленнее, чем пассивов, или рост активов быстрее, чем рост пассивов, притом что величина активов и пассивов зависит от динамики валютного курса.
- Динамика валютного курса из таблицы 1-4-1 не известна, она составлена в национальной валюте. Использование рыночного курса из других источников для примерной оценки динамики ЧИА в долларах возможно, но крайне нежелательно, поскольку ЦБ каждой страны переводит ЧИА в национальную валюту по различным курсам (на конец периода, по среднему, средневзвешенному, центральному и т.п.). Кроме того, стоимостная корректировка может включать помимо изменения валютного курса изменение рыночной стоимости иностранных ценных бумаг, если таковые имеются в составе ЧИА.

Ориентируясь на расчеты оценочных изменений, сделанных самими банками, и исключая их из ЧИА, из таблицы можно увидеть, что в 2000 г. ЧИА банковской системы выросли на 12,6 млн. нац. ден. ед., в основном за счет накопления иностранных резервов ЦБ. Соответственно, учитывая, что чистые внутренние активы, которые не связаны с оценочными изменениями, сократились на 2,7 млн., а корреспондирующая статья по оценочным изменениям выросла на 1,3 млн., широкие деньги не могут вырасти больше чем на 9,9 млн. Это соответствует действительности (11,3 + 1,3 – 2,7 = 9,9).

Абсолютный размер иностранных активов очень мал, поэтому возможности ЦБ поддерживать и защищать валютный курс крайне ограничены. Новых иностранных займов страна либо практически не брала, либо привлекала новые займы примерно на ту же сумму, которую выплачивала по старым займам. Бремя внешнего долга очень велико. Его движение зависит в основном от изменения курса национальной валюты к доллару и к СДР, если у страны есть задолженность перед МВФ.

Итак, составление обзора денежной сферы в стране с фиксированным валютным курсом отличается от составления такого обзора в стране с плавающим курсом. В последнем случае в обзор включается статья, показывающая размер оценочной корректировки. В аналитических целях таблицы денежной сферы представляются в порядке, обратном последовательности их составления: факторы, влияющие на ликвидность, обзор денежной сферы; баланс ЦБ; консолидированный баланс КБ. Оценочная корректировка представляет собой изменение рыночной стоимости активов и пассивов в результате изменения валютного курса,

используемого для перевода в национальную валюту стоимости активов и пассивов, деноминированных в иностранных валютах; изменение котировок иностранных ценных бумаг, входящих в состав иностранных активов, и изменение рыночной стоимости активов и пассивов, деноминированных в национальной валюте.

5. РЕЗЮМЕ

1. Анализ денежного сектора начинается с определения ликвидных активов, которые выполняют функцию денег в данной стране и которые включаются в широкие деньги – денежный агрегат, олицетворяющий спрос и предложение денег. Эмитентом широких денег могут быть организации, имеющие право выпускать национальную валюту (обычно ЦБ) и принимать депозиты (депозитарные корпорации). Держателями широких денег могут быть центральное правительство, другие финансовые и нефинансовые корпорации, местные органы власти, домашние хозяйства. В состав широких денег всегда включаются национальная валюта и передаваемые депозиты. Все остальные типы депозитов могут быть включены или исключены из состава широких денег по усмотрению ЦБ, исходя из уровня их ликвидности. Резервные деньги – обязательства денежных властей – не являются денежным агрегатом, поскольку не отражают предложение денег в целом и содержат компоненты, не входящие в состав широких денег. В резервные деньги обязательно включаются наличная национальная валюта, резервы коммерческих банков в ЦБ и депозиты местных органов власти в ЦБ; из них исключаются наличная валюта в сейфах ЦБ, депозиты банков в ЦБ сверх норм обязательного резервирования и неликвидные депозиты банков в ЦБ.

2. Органы денежного управления – это ЦБ и другие государственные органы, которые по законодательству выполняют отдельные функции ЦБ. В числе главных функций денежных властей – выпуск денег в обращение, хранение государственных золотовалютных резервов, привлечение иностранных займов, финансирование правительства, общее финансирование экономики, выполнение функции кредитора в последней инстанции, осуществление пруденциального надзора за банковской системой. В целях анализа бухгалтерский баланс денежных властей должен быть представлен в аналитической форме с выделением в его активах компонентов, критически важных для макроэкономического анализа, – чистых иностранных активов и чистых внутренних активов. В числе последних отдельно показывается чистый кредит ЦБ правительству, кредит коммерческим банкам и кредит всем прочим организациям, объединенным в понятие частного сектора. В аналитическом представлении баланса пассивом денежных властей являются резервные деньги.

3. Схематическое составление обзора денежной сферы включает следующие этапы: сбор ЦБ бухгалтерских балансов финансовых организаций, действующих в данной стране; составление консолидированных балансов коммерческих банков и других финансовых организаций; составление аналитических балансов ЦБ, коммерческих банков и других финансовых организаций; агрегирование аналитических балансов в обзор денежной сферы; составление на его базе таблицы факторов, влияющих на денежную ликвидность. Стилизованный обзор финансовой сферы, составленный в соответствии с этой схемой с использованием искусственных данных за два года, позволяет проследить основные этапы агрегирования денежной статистики и интерпретацию основных изменений в денежных показателях.

4. Составление обзора денежной сферы в стране с фиксированным валютным курсом отличается от составления такого обзора в стране с плавающим курсом тем, что в последнем случае в обзор включается статья, показывающая эквивалент оценочным изменениям. В аналитических целях таблицы денежной сферы представлены в последовательности, обратной их составлению: факторы, влияющие на ликвидность; обзор денежной сферы; баланс ЦБ; консолидированный баланс КБ. Оценочная корректировка представляет собой изменение рыночной стоимости активов и пассивов в результате изменения валютного курса, используемого для перевода в национальную валюту стоимости активов и пассивов, деноминированных в иностранных валютах; изменение котировок иностранных ценных бумаг, входящих в состав иностранных активов, и изменение рыночной стоимости активов и пассивов, деноминированных в национальной валюте. Эквивалент оценочным изменениям – статья обзора денежной сферы, показывающая размер корректировки, отражающей изменение стоимостной оценки.

6. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы для повторения

1. Что такое ликвидность? При выполнении какой из функций деньги могут считаться ликвидными?

2. Что такое широкие деньги? Кто может быть их эмитентом?

3. Назовите основные компоненты широких денег. На чем основана их классификация?

4. Какие компоненты обязательно включаются в состав широких денег в любой стране и почему?

5. Каковы критерии включения или исключения других видов депозитов из состава широких денег?

6. Кто может быть держателем широких денег? Почему деньги, находящиеся у нерезидентов, обычно исключаются из состава широких денег?

7. Что такое резервные деньги? Являются ли они денежным агрегатом и почему?

8. Назовите основные компоненты, обязательно включаемые в состав резервных денег.

9. Что такое органы денежного управления и каковы их основные функции?

10. Чем баланс органов денежного управления отличается от баланса Центрального банка?

11. Каковы основные компоненты баланса органов денежного управления? Назовите составляющие чистых иностранных активов и чистых внутренних активов.

12. Каковы основные этапы составления обзора денежной сферы?

13. Какие компоненты исключаются из обзора денежной сферы в процессе агрегирования данных балансов ЦБ и КБ и почему?

14. Назовите три способа представления факторов, влияющих на денежную ликвидность.

15. В чем заключаются различия обзора денежной сферы при фиксированном и плавающем валютном курсе?

16. Что такое оценочная корректировка, в результате чего она должна делаться и как она показывается в аналитическом балансе?

17. Каковы основные варианты, при которых необходимо рассчитывать оценочную корректировку?

Ответы на выбор

18. Широкие деньги обязательно включают следующие компоненты:

a. Национальную валюту и переводимые депозиты.

b. Национальную валюту, переводимые депозиты, ценные бумаги, за исключением акций, и другие пассивы.

c. Национальную валюту и все депозиты.

d. Обязательства, выпущенные депозитарными корпорациями, и обязательства, выпущенные другими секторами.

19. Резервные деньги обязательно включают следующие компоненты:

a. Наличные деньги, находящиеся в обращении, и резервы коммерческих банков на счетах в ЦБ.

b. Наличные деньги, находящиеся в обращении, резервы коммерческих банков на счетах в ЦБ и депозиты, включенные в состав широких денег.

c. Наличные деньги, находящиеся в обращении, и все депозиты в ЦБ.

d. Наличные деньги, выпущенные ЦБ, резервы коммерческих банков на счетах в ЦБ и депозиты, включенные в состав широких денег.

20. В аналитическом балансе денежных властей чистые внутренние активы вычисляются как:

a. Разность резервных денег и чистых иностранных активов.

b. Сумма чистого кредита правительству, кредита банкам, кредита частному сектору и прочих чистых статей.

c. Разность стоимости внутренних активов и пассивов страны.

d. Сумма чистого внутреннего кредита и прочих чистых статей.

21. Последовательность консолидации статей балансов ЦБ и КБ для составления обзора денежной сферы должна быть следующей:

a. Консолидация чистых иностранных активов, включение в них СДР и счетов МВФ, консолидация кредита правительству, кредита негосударственным предприятиям и прочих чистых статей.

b. Исключение взаимных требований и последующая консолидация кредита правительству, кредита негосударственным предприятиям, прочих чистых статей, чистых иностранных активов, включение СДР и счетов МВФ.

c. Включение СДР и счетов МВФ в чистые иностранные активы, консолидация кредита негосударственным предприятиям, кредита правительству и прочих чистых статей.

d. Включение СДР и счетов МВФ в чистые иностранные активы, консолидация кредита правительству, кредита негосударственным предприятиям и прочих чистых статей.

22. Обзор денежной сферы при плавающем валютном курсе требует включения эквивалента оценочным изменениям:

a. В состав чистых внутренних активов.

b. В качестве самостоятельной статьи в состав активов банковской системы.

c. В прочие чистые статьи пассивов.

d. В число меморандумных статей за пределами баланса.

Проблемы для обсуждения

23. Определение резервных денег в целях макроэкономического программирования может отличаться от статистического определения, рассмотренного в данной главе, и от определения, принятого ЦБ той или иной страны. Например, в середине 90-х гг. в большинстве стран в резервные деньги включались наличные в обращении и все банковские резервы, тогда как в России – наличные в обращении и только обязательные резервы, а в Боливии, Эквадоре, Сальвадоре, Гаити, Мексике, Пакистане и Перу – только наличные в обращении. Обсудите

преимущества и издержки широкого и узкого определения резервных денег; какие их компоненты более предсказуемы, а какие менее? Почему избыточные резервы могли быть исключены из состава резервных денег в России в программе на 1996 г.?

24. Обзор денежной сферы делает принципиальное различие между деньгами национального происхождения (внутренний кредит) и деньгами иностранного происхождения (чистые иностранные активы). Как статистически отражаются в нем изменения, происходящие в остальных секторах экономики – реальном, бюджетном и внешнем? Изменения в счетах каких секторов должны точно соответствовать изменениям в обзоре денежной сферы? Изменения в каких секторах должны лишь соответствовать общему направлению изменений в счетах денежной сферы?

25. Избыточные резервы банков представляют большую проблему для макроэкономического программирования. Обсудите влияние колебаний избыточных резервов на размер чистых внутренних активов, внутреннего кредита, предложение резервных денег, если такие резервы включены в их определение. Если избыточные резервы растут, что можно сказать об оценке степени надежности банковской системы участниками финансового рынка, о текущей и будущей инфляции, об уровне пруденциального регулирования?

26. Изменения в прочих чистых статьях зачастую не поддаются однозначной интерпретации. Какая динамика прочих чистых статей в обзоре денежной сферы кажется вам предпочтительной с точки зрения макроэкономического анализа – большие и стабильные, большие и растущие, большие и убывающие, большие и колеблющиеся; относительно небольшие и стабильные, небольшие и растущие, небольшие и убывающие, небольшие и колеблющиеся? Как изменится ваш ответ, если каждый из перечисленных вариантов динамики наблюдается в прочих чистых статьях, положительных и отрицательных?

27. Во многих развивающихся странах уровень инфляции относительно высок. Какие показатели обзора денежной сферы необходимо анализировать в реальном выражении для определения действительного воздействия кредитной активности на экономику? Можно ли в данном случае дефлировать чистые показатели и отрицательные величины? Какой индекс цен наиболее предпочтителен для дефляции денежных агрегатов?

Задачи

28. По данным файла «Глава 1. Задача 1» составьте обзор денежной сферы и таблицу факторов, влияющих на денежную ликвидность. Проанализируйте полученные результаты и ответьте на следующие вопросы:

a. На сколько процентов и за счет каких факторов выросла денежная ликвидность в 2001 г.?

b. Какие факторы стоят за сокращением чистого кредита правительству? Является ли это результатом сокращения кредита или наращивания депозитов правительства в банках? Какой кредит – ЦБ или КБ – сократился в большей степени?

c. Что происходит с кредитом частному сектору и государственным предприятиям? Кто является основным кредитором?

d. Каково влияние консолидированного изменения прочих чистых статей на денежную ликвидность? Результатом каких тенденций в балансах ЦБ и КБ это является?

e. Каково воздействие противоположных тенденций в чистых иностранных активах ЦБ и КБ на денежную ликвидность? Чем можно объяснить такие противоположные тенденции в ЧИА?

f. За счет каких компонентов широких денег произошел рост денежной лик-

видности? О каком развитии событий в экономике может говорить такой тренд?

g. Что стоит за резким сокращением квазиденег?

h. Какова роль депозитов в иностранной валюте в движении ликвидности в 2001 г.?

29. По данным файла «Глава 1. Задача 2» внимательно изучите, как составлен обзор денежной сферы одной из стран. Несмотря на то что исходные таблицы и консолидированный обзор внешне несколько отличаются от приведенных в тексте главы, основные принципы консолидации прежние. На базе данных в этом файле:

a. Составьте стандартную таблицу факторов, влияющих на денежную ликвидность.

b. Рассчитайте коэффициенты: резервы/депозиты, кредит/депозиты, наличные/депозиты, мультипликатор. Проанализируйте их динамику.

c. Что произошло с банковским кредитом правительству в 1999 г.? С какими событиями в макроэкономике может быть связан столь резкий поворот?

d. Существовала ли в этой стране во второй половине 90-х гг. проблема вытеснения (crowding out) кредитом правительству кредита частному сектору?

e. О чем может говорить факт отрицательных начиная с 1996 г. чистых иностранных активов коммерческих банков?

f. Объясните возможную взаимосвязь динамики иностранных активов и правительственных депозитов в иностранной валюте.

g. В данном случае является ли сокращение коэффициента резервы/депозиты негативной тенденцией. Исключите депозиты в иностранной валюте из расчета коэффициента. Как изменилась его динамика?

h. Какие компоненты широких денег играют наиболее важную роль в удовлетворении спроса на ликвидность? Чем динамика 1995–1997 гг. отличается от динамики последующих лет?

i. За счет каких факторов произошел рост – и существенный – мультипликатора в 1999 г.?

j. Если полагать, что в данной стране инфляция тесно коррелирует с изменением денежной массы, в каком году можно ожидать наибольшего роста инфляции?

k. Допустим, что уровень инфляции на протяжении исследуемых лет не менялся и составлял 5% в год. В каком году рост реального кредита частному сектору был отрицательным? На сколько процентов сократился кредит в этом году в реальном выражении?

30. По данным файла «Глава 1. Задача 3», зная движение агрегатов в национальной валюте и динамику валютного курса, рассчитайте для каждого из приведенных вариантов:

a. Изменение чистых иностранных активов и пассивов в долларах.

b. Реальные изменения в национальных денежных единицах. В каком случае произошло наибольшее увеличение реальных иностранных активов? За счет комбинации каких факторов?

c. Размеры оценочной корректировки. Почему оценочная корректировка в IV и V случаях оказывается наибольшей?

d. Влияние номинальных изменений с учетом оценочной корректировки на предложение денег. В каком случае предложение денег сократилось и почему?

31. Откройте последнее издание «Monetary and Financial Statistics Manual» на сайте МВФ по адресу: www. imf.org/extemal/puls/ft/mfs/manual.

Ответьте на вопросы:

a. Как классифицируются финансовые активы?

b. В чем заключаются общие принципы оценки финансовых активов и пассивов?

c. Чем отличается агрегирование от консолидирования финансовых активов и пассивов?

d. В чем заключаются особенности функционирования исламских финансовых институтов?

Мысли великих

На мысли следует нападать с помощью мыслей: по идеям не палят из ружей.

Антуан Ривароль (1753–1801),
французский писатель-моралист.

На досуге

О профессии экономиста:

- Экономист – это специалист, который завтра будет знать, почему то, что он предсказывал вчера, сегодня не случилось.
- Экономист – это тот, кто богатеет, объясняя другим, почему они бедны.
- Экономист – это тот, кто когда видит, что что-то работает на практике, спрашивает себя, будет ли это работать в принципе.
- Экономика – единственная область, в которой два человека могут получить Нобелевскую премию за прямо противоположные утверждения.
- Экономисты отвечают на вопросы не потому, что знают на них ответы; они отвечают потому, что их спрашивают.

Непереводимая игра слов

Economist is someone who knows the price of everything and the value of nothing.

Глава 2

ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ

Иллюзия, будто макроэкономика жизнеспособна и полезна, укоренилась в общественном мнении и подкрепляется активным использованием математики. Это всегда впечатляет политиков, не имеющих никакого математического образования, но от этого поистине отдает колдовством.

Фридрих Хайек (1899–1992), австрийский экономист

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Активы первого уровня
Активы второго уровня
Быстрый тендер
Вариационная маржа
Депозитный механизм
Дисконтный механизм
Дополнительные гарантии
Изначальная маржа
Инструменты денежной политики
Ломбардный механизм
Механизм кредитора последней инстанции
Механизм предельного финансирования
Овердрафт
Операции на открытом рынке
Операции по тонкой настройке
Основные операции по рефинансированию
Период поддержания резервов
Постоянно действующие механизмы
Привлечение депозитов
Приемлемые активы
Приемлемые партнеры
Прямые сделки
Реверсные операции
Резервные требования
Свопы с иностранной валютой
Скидка с цены
Стандартный тендер
Структурные реверсные операции
Тендерная процедура

1. ОСНОВНЫЕ МЕХАНИЗМЫ

Анализ денежного сектора должен включать проверку соответствия проводимой денежной политики ее целям, установленным в законе, а также соответствие существующих законов задачам экономического развития страны. Денежная политика проводится Центральным банком каждой страны. Ее цели обычно сформулированы в законе о Центральном банке и денежном обращении. В большинстве стран законодательная база денежной политики недостаточно развита, а за-

частую и просто устарела или обросла многочисленными подзаконными актами, которые непросто разыскать и тем более интерпретировать. Немалую роль играет и сложившаяся практика проведения денежной политики. Поэтому в целях анализа денежной политики наиболее практично сравнить существующую в данной стране систему с некоторым стилизованным эталоном, основанным на практике Центральных банков наиболее развитых стран, например Европейского центрального банка (ЕЦБ) или Федеральной резервной системы США.

Цели денежной политики

Главные цели денежной политики:

• *Поддержание стабильности цен.* Считается, что в подавляющем большинстве случаев инфляция порождается излишним количеством денег в обращении, и поэтому для любого Центрального банка контроль за инфляцией должен быть приоритетной задачей.

• *Регулирование валютного курса.* В странах с фиксированным валютным курсом задача ЦБ – продавать или покупать иностранную валюту в масштабах, необходимых для поддержания неизменности курса. В странах с иными режимами валютного курса, включая свободное плавание, ЦБ практически везде осуществляет валютные интервенции в целях достижения целей валютной или денежной политики – будь то сглаживание резких колебаний курса, поглощение излишней сезонной ликвидности или кредитование приоритетных отраслей.

• *Поддержание экономической политики правительства.* Денежная политика, как известно, является мощным средством стимулирования экономики в условиях плавающего валютного курса. Ее эффективность снижается по мере роста вмешательства ЦБ в установление валютного курса, хотя в краткосрочной перспективе денежная политика все же может стимулировать совокупный спрос. Поэтому денежная политика может считаться эффективным экономическим инструментом, который правительство может использовать по согласованию с ЦБ.

Система инструментов

ЦБ располагает рядом средств, использование которых обеспечивает достижение целей денежной политики.

@ *Инструменты денежной политики (monetary policy instruments)* – набор средств в распоряжении ЦБ, позволяющий ему осуществлять контроль за уровнем и структурой ликвидности в экономике.

Система инструментов денежной политики сильно различается в разных странах, однако в подавляющем большинстве случаев ЦБ используют как минимум три инструмента: операции на открытом рынке, постоянно действующие механизмы и резервные требования (табл. 2.1).

В России традиционно используются лишь некоторые из существующих инструментов денежной политики (*вставка 2.1*).

Приемлемые партнеры

ЦБ осуществляет денежную политику путем взаимодействия с партнерами, действующими на денежном рынке. Финансовые операции осуществляются ЦБ путем купли-продажи избранных активов.

@ *Приемлемые партнеры (eligible counterparties)* – финансовые и иные организации, с которыми ЦБ вступает в финансовые операции в целях осуществления денежной политики.

ЦБ обычно устанавливает ряд критериев, на базе которых он разрешает другим финансовым организациям участвовать в операциях на открытом рынке через стандартный тендер и пользоваться финансированием ЦБ через постоян-

Вставка 2.1. Россия: инструменты денежной политики

- Ломбардные кредиты – предоставление ЦБ кредитов коммерческим банкам под залог государственных ценных бумаг на срок до одного месяца. Кредит предоставляется как через систему аукциона, так и на постоянной основе банкам, соблюдающим нормы пруденциального регулирования.
- Однодневные кредиты – предоставление ЦБ краткосрочного финансирования банкам с целью избежания сбоев в платежной системе.
- Реверсные операции – купля-продажа ЦБ государственных ценных бумаг у крупных банков с целью регулирования ликвидности.
- Реабилитационные займы – предоставление кредитов ЦБ коммерческим банкам для проведения структурной реорганизации после кризиса 1998 г. на срок до одного года под 20% годовых.
- Депозитное окно – ЦБ может предлагать банкам внести краткосрочные депозиты на их счета в ЦБ сроком на 1–2 дня в целях поглощения краткосрочных всплесков ликвидности.
- Резервные требования устанавливаются ЦБ на депозиты в рублях и иностранной валюте. В течение последних лет ЦБ активно использовал резервные требования для управления ликвидностью, изменял их уровень, вводил дифференциальные резервные требования для депозитов в различных валютах, для депозитов с различным сроком действия, устанавливал различные резервные требования для разных банков.
- Набор и механизмы функционирования инструментов денежной политики периодически обновляются. Последние изменения представлены в Годовом отчете ЦБ России на его сайте http:/www.cbr.ru

но действующие финансовые окна. Для участия в других операциях ЦБ, таких как прямые продажи и покупки, никаких специальных требований к партнерам обычно не устанавливается.

Партнеры, которые считаются приемлемыми для проведения операций денежной политики, и организации, с которыми ЦБ может осуществлять финансовые операции, в этих целях должны:

- Подпадать под требование ЦБ об обязательном резервировании. Только те организации, в большинстве своем банки, от которых по закону требуется поддержание определенного уровня обязательных резервов в ЦБ, и только те из них, которые не нарушают эти требования, могут вступать в финансовые отношения с ЦБ.
- Быть финансово устойчивыми и находиться под пруденциальным надзором ЦБ. Только те организации, которые характеризуются устойчивым ростом, низким уровнем долга, отсутствием неплатежей и которые соответствуют иным нормам, установленным ЦБ для этой категории организаций, могут участвовать в финансовых операциях с ЦБ.
- Соответствовать операционным критериям, установленным ЦБ, таким как скорость проведения расчетов, способность осуществления финансовых операций большого объема в любых рыночных условиях, степень вовлеченности в торговые операции на финансовом рынке, система учета и внутреннего контроля.

В подавляющем большинстве стран основным приемлемым партнером ЦБ являются коммерческие банки, поскольку они обязаны держать часть своих средств на счетах в ЦБ и ЦБ осуществляет непосредственный пруденциальный надзор

Таблица 2.1. Инструменты денежной политики

Инструмент	Нагнетание ликвидности	Поглощение ликвидности	Срок действия	Частотность	Процедура
I. Операции на открытом рынке (*open market operations*)					
Операции рефинансирования	Реверсные операции	–	Две недели	Еженедельно	Стандартный тендер
Долгосрочные операции по рефинансированию	Реверсные операции	–	Три месяца	Ежемесячно	Стандартный тендер
Операции по тонкой настройке	Реверсные операции Свопы с иностранной валютой Прямые покупки	Реверсные сделки Свопы с иностранной валютой Привлечение кратко-срочных депозитов Прямые продажи	Не стандартизирован – –	Нерегулярная Нерегулярная	Быстрый тендер Двусторонние процедуры Двусторонние процедуры
Структурные операции	Реверсные сделки Прямые покупки	Выпуск долговых сертификатов Прямые продажи	Стандартизирован или не стандартизирован –	Регулярная и нерегулярная Нерегулярная	Стандартный тендер Двусторонние процедуры
II. Постоянно действующие механизмы *(standing facilities)*					
Кредитор последней инстанции					
Ломбардное окно	Реверсные операции	–	Не стандартизирован	Доступ по запросу банков и с согласия ЦБ. Процент выше рыночного	
Овердрафт (маргинальное заемное окно)	Реверсные операции	–	Одна ночь	Доступ по запросу банков, согласия ЦБ не требуется	
Дисконтное окно	Реверсные операции	–	Не стандартизирован	Доступ по запросу банков, ЦБ устанавливает квоты для каждого банка и может временно закрыть окно	
Депозитное окно	–	Депозиты	Одна ночь	Доступ по усмотрению сторон	
III. Резервные требования *(reserve requirements)*					
Депозиты в ЦБ	Увеличение резервной базы и резервного соотношения	Сокращение резервной базы и резервного соотношения	Один месяц	–	По категориям пассивов

Источник: The Single Monetary Policy in the Euro Area. – European Central Bank, 2002. Данные о периодическом обновлении процедур использования инструментов денежной политики Европейского центрального банка можно найти в его документе «The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: Jeneral documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures», периодически публикуемом на его сайте: www.ecb.int/pub.

за их деятельностью. В еврозоне, например, все финансовые организации, подпадающие под действие правил обязательного резервирования, считаются приемлемыми партнерами. В США и Англии, напротив, число приемлемых партнеров, даже из числа банков, сильно ограничено различными техническими требованиями.

Приемлемые активы

В целях проведения денежной политики ЦБ осуществляет операции с приемлемыми партнерами с использованием только приемлемых активов.

@ *Приемлемые активы (eligible assets)* – ценные бумаги, которые ЦБ может продавать или покупать на финансовом рынке в целях регулирования ликвидности.

При любых операциях ЦБ взамен на предоставляемую ликвидность должен получать право собственности на активы партнеров, которые он сможет продать в тот период, когда необходимо поглотить излишнюю ликвидность. ЦБ должен гарантировать себя от потерь при финансовых операциях и одновременно обеспечить одинаковый подход к операциям с различными финансовыми организациями. В целях обеспечения по возможности точной оценки риска денежных операций ЦБ активы обычно разделяются на две категории – активы первого уровня и активы второго уровня (табл. 2.2).

@ *Активы первого уровня (tier one assets)* – долговые инструменты, торгуемые на рынке.

Активы первого уровня должны отвечать следующим критериям:

- Они должны быть долговыми инструментами. Наиболее типичные примеры – долговые обязательства, выпущенные от лица государства министерством финансов, и долговые обязательства, выпущенные ЦБ.
- Они должны отвечать наивысшим стандартам кредитной надежности. Косвенными индикаторами кредитной надежности инструментов можно считать результаты текущей финансовой деятельности организаций, их выпускающих, и рейтинг, присваиваемый им авторитетными рейтинговыми компаниями.
- Как организации, выпускающие инструмент, так и сам инструмент должны находиться на территории страны, использующей их в целях денежной политики.
- Они должны быть деноминированы в национальной валюте.
- Они должны быть зарегистрированы и котироваться на фондовом рынке.

Однако соответствие актива вышеперечисленным критериям не означает, что ЦБ обязательно примет его в качестве актива, с использованием которого он будет осуществлять денежную политику. Например, государственные долговые обязательства, платеж по которым наступает до истечения срока реверсной операции на открытом рынке, не могут использоваться в качестве актива для проведения денежной политики.

@ *Активы второго уровня (tier two assets)* – другие активы, торгуемые и не торгуемые на рынке, значимые для финансовой системы данной страны.

Строго говоря, какие именно активы второго уровня ЦБ может использовать для операций денежной политики, зачастую не устанавливается законодательно. Однако в развитых странах считается, что активы второго уровня должны отвечать следующим минимальным требованиям:

- Они должны быть либо долговыми инструментами, либо титулами собственности (акциями), зарегистрированными и торгуемыми на организованном рынке.
- Они должны быть долговыми обязательствами или акциями, которые классифицированы как финансово прочные ЦБ данной страны.
- ЦБ должен иметь прямой и ничем не ограниченный доступ к ним.
- Они должны находиться на территории данной страны, быть выпущены предприятиями этой страны и быть деноминированы в национальной валюте.

Таблица 2.2. Активы, используемые в целях денежной политики

Критерий	Активы первого уровня	Активы второго уровня
Тип активов	Долговые сертификаты ЦБ Другие торгуемые долговые инструменты	Торгуемые долговые инструменты
Процедура расчетов	Активы должны находиться на счете в ЦБ в форме бухгалтерской записи	Активы должны быть легко переводимы на счет в ЦБ по первому требованию
Владелец актива	ЦБ Министерство финансов Другие государственные организации Частный сектор Зарубежные организации	Государственный сектор Частный сектор
Местонахождение владельца актива и самих активов	Внутри данной страны	Внутри данной страны
Валюта активов	Национальная валюта	Национальная валюта

Важным условием успешного проведения денежной политики является наличие развитого финансового рынка, на котором покупаются и продаются активы, считающиеся приемлемыми для операций ЦБ, а также эффективной платежной системы, позволяющие проводить расчеты быстро и с минимальным количеством ошибок. Сегментация финансового рынка, имеющая место в России, при которой процентные ставки существенно различаются по регионам и типам кредиторов, и несовершенная платежная система существенно осложняют проведение денежной политики ЦБ.

Первоначальное размещение активов

Чтобы использовать те или иные приемлемые активы в целях операций денежной политики, они должны иметься на финансовом рынке – быть первоначально проданы правительством или ЦБ приемлемым партнерам. Первоначальное размещение государственных ценных бумаг может происходить с помощью:

- подписки на ценные бумаги в течение подписного периода по фиксированной цене;
- постоянных продаж ценных бумаг в течение неограниченного периода времени через фондовые магазины;
- целевой продажи ценных бумаг специализированным инвесторам на договорных условиях;
- аукциона.

При осуществлении первоначального размещения активов целями правительства являются минимизация издержек заимствования на финансовом рынке и минимизация нежелательного воздействия на ликвидность. Из перечисленных способов размещения ценных бумаг аукцион считается наиболее эффективной формой, поскольку позволяет выбрать покупателя, предлагающего наиболее выгодные условия покупки и воздействовать тем самым на уровень процентной ставки на финансовом рынке в целом.

Участие в аукционе не должно искусственно ограничиваться, и равные правила должны быть установлены для участия в них резидентов и нерезидентов, юридических и физических лиц. Равенство доступа не означает его унифицированность: в случае участия нерезидентов специальные правила должны быть определены в отношении используемого валютного курса. Должно быть разреше-

но как прямое участие в аукционе, когда заинтересованные стороны подают заявки от себя лично, так и косвенное, когда банки или иные организации могут подавать заявки от лица своих клиентов. Правила участия в аукционе должны быть обнародованы заранее и не меняться часто.

Все заявки, поданные на участие в аукционе, должны проходить проверку. Государственные органы могут ограничивать общее количество рассматриваемых заявок, чтобы сократить административные издержки на проведение аукциона. Кроме того, они обычно вводят правила, обеспечивающие выполнение участниками аукциона своих обязанностей по покупке ценных бумаг. Обычно они заключаются в требовании депонирования до 100% суммы заявки на блокированный счет до начала аукциона. После аукциона плата за ценные бумаги, доставшиеся определенному участнику, автоматически списывается с этого счета, а остальное возвращается.

ЦБ может участвовать в аукционе на покупку правительственных ценных бумаг. Однако, учитывая специфическую способность ЦБ создавать резервные деньги, специальные требования к участию ЦБ в аукционе обычно заключаются в следующем: заявки ЦБ на участие в аукционе должны быть представлены до того, как заявки других участников будут распечатаны; ЦБ не должен участвовать в аукционе как покупатель ценных бумаг, оставшихся не проданными, после того как все заявки были удовлетворены; заявки ЦБ должны удовлетворяться по средней цене аукциона; размер заявки от ЦБ не может быть больше, чем определенная доля от совокупных заявок всех участвующих в аукционе банков и других организаций.

Количество и размер заявок должны регулироваться в зависимости от рыночной ситуации. Число заявок, которое может представить каждый партнер, не должно быть чрезмерно большим (обычно 15–20). Верхняя цена каждой заявки не должна ограничиваться, кроме случаев, когда имеются основания полагать, что один крупный партнер может получить непропорционально большую долю ценных бумаг, предложив за них слишком выгодные условия. Минимальный размер заявок обычно устанавливается, но сильно различается от страны к стране. Основной критерий – он не должен быть слишком низким, что привлечет излишнее количество участников на аукцион и повысит цену его проведения, и не слишком высоким, что может сократить число участников до нескольких крупных банков и устранить конкуренцию между ними.

Большинство стран используют систему аукциона с множественными ценами (*multiple-price auction*) для продажи государственных ценных бумаг. Все заявки ранжируются в возрастающем порядке, и те из них, которые позволяют поглотить предлагаемый на рынок объем ценных бумаг по максимальной цене, удовлетворяются. Другой способ – аукцион с единой ценой (*uniform-price auction*), при котором все заявки удовлетворяются по цене наименьшей заявки, выигравшей аукцион. В странах с небольшими финансовыми рынками проведение аукциона с множественными ценами считается предпочтительным, поскольку позволяет избежать излишних колебаний процентных ставок, так как все выигравшие заявки удовлетворяются по запрошенной цене.

Количество государственных ценных бумаг, которое будет продаваться на очередном аукционе, должно быть объявлено и известно заранее. Практически все страны объявляют размер продаж, некоторые (Франция) устанавливают минимальный и максимальный размер. Это решение обычно принимается правительством, которое исходит из потребности финансирования бюджета в определенный период времени, по согласованию с ЦБ, который оценивает свои потребности в объеме данного инструмента денежной политики. Цена заранее не объявляется и должна быть установлена в результате аукциона. Обычно власти оставляют за собой право некоторого регулирования

цен путем определения предела цены, ниже которого заявки рассматриваться не будут; отказа удовлетворить заявки по цене, которая не объявляется и устанавливается после поступления всех заявок по усмотрению властей; объявления правила, в соответствии с которым заявки с ценами меньше, чем, например, одно стандартное отклонение от средней цены, автоматически исключаются из рассмотрения; сокращения количества ценных бумаг, выставляемых на аукцион, если цена на них оказывается слишком низкой. В любом случае эти правила должны быть определены заранее и известны участникам аукциона.

Частота проведения аукциона зависит от потребностей правительства в финансировании и развитости финансовых рынков. В большинстве развивающихся стран аукционы проводятся ежемесячно или два раза в месяц; в развитых странах – еженедельно. Считается правильным выставлять на аукцион ценные бумаги с примерно одинаковым сроком действия; это позволяет сгладить ненужные колебания спроса. Календарь проведения аукционов должен объявляться раз в год или в полгода. Условия каждого конкретного аукциона должны доводиться до сведения потенциальных участников примерно за неделю до его проведения. Лаг между сроком предоставления заявок и объявлением результатов должен быть минимальным – обычно несколько часов, что позволяет избежать нервозности инвесторов, а между объявлением результатов и проведением расчетов – не должен превышать двух рабочих дней.

Основные процедуры

Операции на открытом рынке обычно осуществляются путем тендера.

@ *Тендерная процедура (tender procedure)* – нагнетание или поглощение ликвидности ЦБ на основе конкурентных заявок со стороны приемлемых партнеров.

Основные операционные этапы тендера следующие: объявление тендера через средства массовой информации и путем прямых контактов ЦБ с приемлемыми партнерами; подготовка и предоставление конкурентных заявок приемлемыми партнерами; сбор заявок ЦБ; определение и объявление результатов тендера (allotment); сертификация результатов; расчет по операциям.

С точки зрения быстроты реализации тендеры бывают двух основных видов:

- *Стандартный тендер (standard tender)* – тендер, осуществляемый в течение 24 часов. Процедуру тендера важно оценить на предмет эффективности. Примером эффективной процедуры может служить тендер ЕЦБ. Тендер объявляется в 15.30. Заявки на участие в тендере представляются до 9.30 следующего дня. Результаты тендера объявляются в 11.15 того же дня.
- *Быстрый тендер (quick tender)* – тендер, осуществляемый в течение 1 часа. ЦБ может объявить быстрый тендер в любой момент рабочего дня по своему усмотрению. Через 25 минут после объявления приемлемые партнеры, которые заинтересованы в участии в тендере, должны предоставить свои заявки. Результаты тендера объявляются через час.

ЦБ по своему усмотрению может объявлять тендеры с фиксированной процентной ставкой, когда предметом торгов является объем ценных бумаг, которые банк желает купить или продать по объявленной ЦБ процентной ставке. При тендере с плавающей процентной ставкой банки предоставляют заявки на объем ценных бумаг и процент, при котором они готовы его купить или продать. Тендеры могут проводиться по принципу голландского аукциона, при котором удовлетворяются все заявки до уровня заранее объявленной процентной ставки, либо по принципу американского аукциона, при котором процентная ставка варьируется в зависимости от размера покупки/продажи ценных бумаг.

Основные и долгосрочные операции по рефинансированию осуществляются

ЦБ в соответствии с календарем, который публикуется минимум за три месяца до начала каждого финансового года. Например, участникам рынка заранее сообщается, что в следующем году ЦБ будет проводить тендеры каждый вторник. Структурные операции и операции по тонкой настройке обычно проводятся ЦБ без какого бы то ни было расписания, в моменты, когда необходимо добавить или оттянуть ликвидность. С целью доведения до сведения участников рынка направлений денежной политики ЦБ должен объявлять в оперативном порядке результаты тендера в средствах массовой информации. При этом информация должна быть полной: в объявление должны включаться дата и номер тендера, тип операции (нагнетание или поглощение ликвидности), используемый инструмент денежной политики, срок операции, тип тендера (с фиксированной или плавающей процентной ставкой), объявляемый объем продаж или покупки ценных бумаг, минимальная/максимальная процентная ставка, спот валютный курс, который будет использован при расчетах, максимальный/минимальный размер заявки.

Помимо тендеров ЦБ может осуществлять двусторонние процедуры путем непосредственных контактов с приемлемыми партнерами или путем купли-продажи ценных бумаг на бирже. Расчеты по всем операциям должны осуществляться максимум в течение следующего рабочего дня, но весьма желательно, чтобы расчеты проводились в течение того же рабочего дня, когда та или иная процедура денежной политики была совершена. В развитых денежных системах такие процедуры направлены прежде всего на сглаживание краткосрочных колебаний ликвидности и поэтому быстрота расчетов очень важна.

Методы контроля рисков

ЦБ должны применять систему мер, направленных на защиту своих активов от возможных потерь в силу колебаний цен, банкротства приемлемого партнера, изменения валютного курса и других непредвиденных обстоятельств. Основные методы контроля рисков, используемые развитыми странами, следующие:

- Изначальная маржа (*initial margin*) – взимание с приемлемого партнера сбора в дополнение к стоимости приемлемого актива, который используется в качестве залога. Применяется к реверсным операциям в целях нагнетания ликвидности. Банки, получающие национальную валюту от ЦБ, должны предоставить в распоряжение ЦБ залог на сумму, равную полученной национальной валюте плюс установленный ЦБ начальный сбор. Размер изначальных сборов зависит от срока реверсной операции и может колебаться в пределах 1–2% от ее суммы.
- Скидка с цены (*valuation haircut*) – ЦБ, оценивая стоимость залога, принимаемого от банка, может сделать скидку с его рыночной стоимости (остричь). В результате стоимость залога в балансе ЦБ оказывается ниже его текущей рыночной стоимости, что используется как метод контроля риска, поскольку гарантирует, что ЦБ сможет продать залог на рынке с прибылью, в случае если банк, участвующий в реверсной операции, окажется неспособным выкупить его у ЦБ. Размер такой скидки зависит от срока, оставшегося до истечения срока действия финансового инструмента, используемого в качестве залога. Обычно скидка с оценочной стоимости актива колеблется в пределах 1% для активов с оставшимся сроком действия до 1 года и до 5% для активов со сроком действия более 7 лет.
- Вариационная маржа (*variation margin*) – ЦБ может требовать, чтобы рыночная стоимость актива, используемого в качестве залога, поддерживалась банками, которые предоставили этот актив в ЦБ, на определенном уровне или чтобы отклонение стоимости залога от объема национальной валюты, предоставленной ЦБ банку в обмен на залог, не превышала определенного процента. Если стоимость залога на рынке во время действия реверсной операции падает ниже этого уровня

на 2–3%, банк обязан внести дополнительные средства в ЦБ для восстановления баланса. Напротив, если цена актива оказывается более чем на 2–3% выше суммы, полученной банком от ЦБ под его залог, ЦБ возвращает разницу банку. Этот метод контроля риска предусматривает регулярную и весьма частую переоценку рыночной стоимости залога.

• Дополнительные гарантии (*additional guarantees*) – ЦБ может ограничивать участие отдельных банков в реверсных операциях определенными объемами, периодами времени, типами залога. ЦБ также может отказать некоторым банкам в участии в реверсных операциях или отказаться принимать определенные активы в качестве залога, если это может повредить его финансовой безопасности.

Практически все меры контроля риска применяются преимущественно к реверсным операциям в целях нагнетания ликвидности. Весьма редко они используются, если такие операции применяются для поглощения ликвидности. В целях справедливой оценки стоимости активов, приемлемых для операций, ЦБ устанавливает и публикует информацию о том, как, по какой методологии и на основе цен какого рынка им определяется расчетная стоимость активов. Переоценка стоимости активов производится обычно ежедневно на основе информации о его цене в предыдущий рабочий день.

Итак, денежная политика проводится ЦБ по согласованию и при поддержке правительства. Цели денежной политики включают поддержание стабильности цен, регулирование валютного курса и содействие достижению роста и проведению соответствующей макроэкономической политики правительства. ЦБ располагает набором средств, позволяющих ему достигать цели денежной политики путем осуществления контроля за уровнем и структурой ликвидности в экономике. К основным инструментам денежной политики относятся: операции на отрытом рынке, постоянно действующие механизмы и резервные требования. ЦБ проводит денежную политику путем взаимодействия с приемлемыми партнерами – организациями, с которыми ЦБ осуществляет денежные операции, и с использованием приемлемых активов первого и второго уровня – ценных бумаг, которые ЦБ может продавать или покупать на финансовом рынке в целях регулирования ликвидности, главным образом это государственные ценные бумаги. Их первоначальное размещение может происходить через подписку по фиксированной цене, постоянную продажу через фондовые магазины, целевую продажу специализированным инвесторам и через аукцион, из которых последний является наиболее предпочтительным способом. При косвенных методах регулирования ликвидности ЦБ осуществляет операции на открытом рынке путем стандартного или быстрого тендера – нагнетания или поглощения ликвидности на основе конкурентных заявок, – или двусторонних соглашений с приемлемыми партнерами. Для сокращения риска неплатежей ЦБ может использовать изначальную маржу, скидку с цены, вариационную маржу и иные средства.

2. ОПЕРАЦИИ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ

В большинстве развитых стран, где в основе денежной политики лежит косвенный контроль за денежной массой, ЦБ регулирует ее путем купли-продажи государственных ценных бумаг.

@ *Операции на открытом рынке (open market operations)* – купля-продажа ЦБ государственных ценных бумаг и иных активов в целях управления денежной массой.

Операции на открытом рынке осуществляются в одной из следующих форм: реверсные операции, прямые сделки, выпуск долговых сертификатов и привлечение депозитов.

Реверсные операции

@ *Реверсные операции (reverse transactions)* – соглашение об обратной покупке активов или о предоставлении займа против залога между ЦБ и приемлемым партнером, не предусматривающие перехода права собственности на активы от продавца к покупателю.

Реверсные операции включают основные операции по рефинансированию, долгосрочные операции по рефинансированию, операции по тонкой настройке, структурные реверсные операции. Разница между ценой покупки и ценой продажи актива представляет собой процентную ставку. По займам против залога также берется процент.

@ *Основные операции по рефинансированию (main refinancing operations)* – главный тип операций на открытом рынке, осуществляемых ЦБ в целях достижения целей денежной политики (сокращение инфляции, экономический рост, поддержание уровня занятости) и доведения до сведения участников рынка намерений денежных властей.

Основные операции по рефинансированию обычно имеют форму операций по нагнетанию ликвидности, осуществляются еженедельно; обратные сделки проводятся в течение двух-трех недель через стандартный тендер с использованием активов первого и второго уровня (см. «Глава 2. Решение проблемы 2.1»).

Решение проблемы 2.1. Нагнетание ликвидности через тендер с фиксированной ставкой

ЦБ объявляет тендер, и три банка (приемлемых партнера) предоставляют следующие заявки на продажу государственных ценных бумаг (приемлемых активов) в млн. нац. ден. ед. Банк 1 – 30, банк 2 – 40, банк 3 – 70, всего три банка готовы продать ЦБ ценных бумаг на 140 млн. Однако ЦБ решает купить ценных бумаг только на 105 млн., что составляет 75% от предложенной банками суммы, поскольку столько дополнительной ликвидности, по мнению ЦБ, необходимо добавить на рынок. Соответственно ЦБ удовлетворяет заявки каждого из трех банков только на 75%: у банка 1 ЦБ покупает ценные бумаги на 22,5 млн., у банка 2 – на 30 млн., у банка 3 – на 52,5 млн. В результате ликвидность увеличивается на 105 млн.

@ *Долгосрочные операции по рефинансированию (longer-term refinancing operations)* – предоставление ЦБ долгосрочного финансирования банковскому сектору на базе существующих на рынке процентных ставок.

В данном случае ЦБ не ставит целью доведение намерений в области денежной политики до сведения участников денежного рынка. Такие операции используются ЦБ в целях предоставления необходимых финансовых ресурсов банкам для более эффективного финансирования экономики. Они не предназначены для оказания влияния на уровень процентных ставок, но важны для поддержания темпов экономического роста. Долгосрочные операции по рефинансированию осуществляются обычно ежемесячно либо по запросу коммерческих банков, которые имеют конкретный проект, требующий финансирования. Инструментом для этих операций обычно выступает стандартный тендер с использованием активов первого уровня, хотя и активы второго уровня также могут привлекаться в качестве залога (см. файл «Глава 2. Решение проблемы 2.2»).

Решение проблемы 2.2. Нагнетание ликвидности путем тендера с плавающей ставкой

ЦБ объявляет тендер, три банка представляют следующие заявки (в млн. нац. ден. ед.):

Процент	Банк 1	Банк 2	Банк 3	Всего заявок	Кумулятивный объем
3,15	0	0	0	0	0
3,1	0	5	5	10	10
3,09	0	5	5	10	20
3,08	0	5	5	10	30
3,07	5	5	10	20	50
3,06	5	10	15	30	80
3,05	10	10	15	35	115
3,04	5	5	5	15	130
3,03	5	0	10	15	145
Всего	30	45	70	145	

Например, банк 1 готов продать ЦБ находящиеся в его распоряжении ценные бумаги и получить взамен 10 млн. нац. ден. ед. под 3,05% годовых; банк 3 готов продать ценные бумаги и получить взамен 10 млн. под 3,07% годовых.

ЦБ решает купить ценных бумаг только на 94 млн. нац. ден. ед., устанавливая тем самым процентную ставку на уровне 3,05% годовых. Все заявки с процентной ставкой более 3,05 будут удовлетворены, т.е. ЦБ купит ценных бумаг на 80 млн. При ставке, равной 3,05%, ЦБ удовлетворит заявки банков только на 40% (94–80)/35×100 = 40%). Например, у банка 1 при ставке в 3,05% ЦБ купит ценных бумаг только на 0,4×10 = 4 млн. Тем самым совокупная покупка у банка 1 составит 5+5+0,4×10 = 14 млн., у банка 2 она будет равна 5+5+5+5+10+0,4×10 = 34 млн., у банка 3 составит 5+5+5+10+ +15+0,4×15 = 46 млн.

Если используется система голландского аукциона, за пользование наличными банки заплатят ЦБ единую процентную ставку в 3,5%. Если используется система американского аукциона с множественной процентной ставкой, то по каждой части ценных бумаг банки выплачивают ЦБ ту процентную ставку, по которой каждый банк был изначально готов продать каждую часть ценных бумаг. Например, банк 1 получит от ЦБ 5 млн. под 3,07%, еще 5 млн. под 3,06% и 4 млн. под 3,05%.

@ *Операции по тонкой настройке (fine-tuning operations)* – операции ЦБ, нацеленные на сглаживание слишком резких колебаний ликвидности и процентной ставки.

Такие операции обычно не имеют стандартизированной формы и проводятся по усмотрению ЦБ как в целях нагнетания, так и поглощения ликвидности. Они обычно осуществляются ЦБ через механизм быстрого тендера или двусторонних соглашений между ЦБ и отдельными – обычно крупными – банками с использованием активов обеих уровней.

@ *Структурные реверсные операции (structural reverse operations)* – предоставление финансирования ЦБ коммерческим банкам в целях достижения целей структурной политики.

Обычно такое финансирование предоставляется ЦБ, когда страна проводит широкомасштабную приватизацию, пере-

ходит на новые методы налогообложения, осуществляет банковскую реформу или проводит другие структурные реформы, требующие финансовой поддержки, особенно на первом этапе. Ни частота, ни срок действия таких операций обычно не стандартизируются, осуществляются они через обычные тендеры с использованием активов любого уровня. По сути, этот тип операций на открытом рынке проводится полностью по усмотрению ЦБ, который обычно согласовывает свои действия с правительством.

@ *Прямые сделки (outright transactions)* – покупка и продажа ЦБ активов непосредственно на финансовом рынке, предусматривающие переход права собственности на активы от продавца к покупателю.

Такие сделки используются как для нагнетания, так и поглощения ликвидности. Их частота и срок действия не стандартизированы и осуществляются они на основе прямых соглашений между ЦБ и коммерческими банками с использованием активов только первого уровня.

Выпуск долговых сертификатов ЦБ

В целя регулирования ликвидности ЦБ может, по своему усмотрению, выпускать долговые сертификаты (*debt certificates*) и продавать их со скидкой от лицевой стоимости на финансовом рынке. Такие сертификаты издаются ЦБ в виде записей на его счетах и продаются всем желающим по цене ниже той, по которой они будут погашаться ЦБ по истечении срока действия, и используются для поглощения ликвидности. Процент, выплачиваемый ЦБ банкам за то, что они покупают и держат сертификаты ЦБ на своих балансах, обычно определяется по формуле простого процента как действительный процент, деленный на 360. В качестве механизма продажи долговых сертификатов ЦБ используется стандартный тендер (см. файл «Глава 2. Решение проблемы 2.3»).

Объем долговых сертификатов, выпускаемых ЦБ, обычно рассчитывается по следующей формуле:

$$P_t = N \times \frac{1}{1 + \frac{r_t \times \mathrm{D}}{36000}},$$

где

N – количество долговых сертификатов,

r_t – процентная ставка,

D – срок действия долгового сертификата в днях,

P_t – цена выпускаемых сертификатов.

Решение проблемы 2.3. Поглощение ликвидности путем выпуска долговых сертификатов

ЦБ решает поглотить излишнюю ликвидность путем размещения своих долговых сертификатов и объявляет тендер с плавающей процентной ставкой. Три банка представляют следующие заявки.

Процент	Банк 1	Банк 2	Банк 3	Всего заявок	Кумулятивный объем
3,0	0	0	0	0	0
3,5	5	0	5	10	10
4,0	5	5	5	15	25
4,5	5	5	5	15	40
5,0	10	5	10	25	65

Продолжение

Процент	Банк 1	Банк 2	Банк 3	Всего заявок	Кумулятивный объем
5,5	20	40	10	70	135
6,0	15	10	10	35	170
6,5	5	0	10	15	185
7,0	0	5	0	5	190
Всего	65	70	55	190	

С целью дать сигнал рынку о желательном уровне процентной ставки ЦБ решает разместить долговых сертификатов только на 114 млн. Данный объем подразумевает уровень предельной ставки в 5,5%. ЦБ удовлетворяет все заявки на общую сумму в 65 млн. при процентной ставке ниже 5,5%. При ставке 5,5% доля удовлетворенных заявок составит $\frac{114–65}{70}$ = 70%. В результате по предельной процентной ставке банк 1 получит сертификатов на 0,70×20 = 14 млн., банк 2 – на 0,70×40 = 28 млн., банк 3 – на 0,70×10 = 7. Результаты аукциона будут следующие: банк 1 получит сертификатов на 5+5+5+10+14 = 39 млн. по сравнению с изначальной заявкой, равной 65 млн.; банк 2 – на 5+5+5+28 = 43 млн. по сравнению с заявкой в размере 70 млн.; банк 3 получит сертификатов на 5+5+5+10+7 = 32 млн. по сравнению с запрошенными 55 млн. Всего ЦБ продаст сертификатов на 114 млн. по сравнению с кумулятивным объемом заявок в 190 млн.

Свопы с иностранной валютой

@ *Свопы с иностранной валютой (foreign exchange swaps)* – совершение ЦБ одновременных операций спот и форвард с иностранной валютой с целью тонкой настройки ликвидности и сглаживания нежелательных резких колебаний процентной ставки.

Для временного нагнетания ликвидности ЦБ покупает иностранную валюту за национальную с одновременным обязательством продать это же количество иностранной валюты за национальную (совершить своп) в определенный момент в будущем. Для временного поглощения ликвидности ЦБ совершает обратную операцию – продает иностранную валюту из своих резервов с обязательством купить ее позже обратно. Такие сделки не носят регулярного характера, не имеют стандартного срока действия и осуществляются путем быстрого тендера по инициативе ЦБ. Если ЦБ покупает/продает иностранную валюту за национальную, он нагнетает/сокращает ликвидность в финансовой системе. Позже, когда осуществляется операция своп, ЦБ поглощает/нагнетает ликвидность. Очевидно, что целью такой операции является временное предоставление или поглощение ликвидности для сглаживания ее нежелательных колебаний.

Цена свопа национальной валюты (*Rub*) против иностранной ($) рассчитывается по следующим формулам:

цена спот $S = \frac{x \times \$}{Rub}$;

цена форвард $F = \frac{y \times \$}{Rub}$;

разница цен форвард и спот:

$\Delta = F - S$;

количество иностранной валюты спот $N(\$) = N(Rub) \times S$; количество иностранной валюты форвард $N(\$) = N(Rub) \times F$ (см. файл «Глава 2. Решение проблемы 2.4»).

Решение проблемы 2.4. Поглощение ликвидности путем свопа с иностранной валютой

ЦБ решает поглотить излишнюю ликвидность путем проведения свопа с иностранной валютой и объявляет тендер с плавающей процентной ставкой, предлагая банкам купить у него доллары за рубли. Три банка представляют следующие заявки на покупку долларов у ЦБ (в млн. нац. ден. ед.).

Своп-пункты	Банк 1	Банк 2	Банк 3	Всего заявок	Кумулятивный объем
4,5	0	0	0	0	0
4,0	5	0	5	10	10
3,5	5	5	5	15	25
3,0	5	5	5	15	40
2,5	10	10	5	25	65
2,0	25	35	40	100	165
1,5	10	20	10	40	205
1,0	5	10	10	25	230
0,5	0	5	0	5	235
Всего	65	90	80	235	

Своп-пункт показывает надбавку к валютному курсу, по которой ЦБ продаст доллары приемлемым партнерам по истечении срока операции своп, т.е. своп-пункт – это прибыль для участника аукциона, выплачиваемая ЦБ. ЦБ решает поглотить ликвидность на 150 млн., устанавливая тем самым предельный уровень своп-пункта в 2,0. Все заявки банков со своп-пунктом выше 2,0 будут удовлетворены. При своп-пункте в 2,0 процент удовлетворения заявок составит (150–65)/100 = 85%. В результате при своп-пункте в 2,0 у первого банка ЦБ купит 0,85×25 = 21,3 млн., у второго банка – 0,85×35 = 29,8 млн. и у третьего банка – 0,85×40 = 34,0 млн. В целом ЦБ купит у первого банка 5+5+5+10+21,3 = 46,3 млн. по сравнению с его изначальной заявкой на продажу в 65 млн. руб.; у второго банка – 5+5+10+29,8 = 49,8 млн. по сравнению с его изначальной заявкой на продажу в 90 млн.; наконец, у третьего банка – 5+5+5+5+34 = 54 млн. руб. по сравнению с его изначальной заявкой на продажу в 80 млн. руб. Всего ЦБ купит у трех банков 46,2+49,8+54 = 150 млн. по сравнению с их кумулятивной заявкой на продажу, равной 235 млн.

ЦБ устанавливает обменный курс для этой операции в 1 долл. = 25 нац. ден. ед. В день операции ЦБ покупает 150 млн., за которые ЦБ платит банкам 150/25 = 6 млн. долл. Эти 150 млн. тем самым временно изымаются из обращения, сокращая ликвидность. По истечении срока операции, который ЦБ устанавливает по своему усмотрению, происходит обратная операция (своп), но по форвардному курсу 1 долл. = 25+2 = 27 ЦБ продает 150 млн., за которые банки платят ЦБ только 150/27 = 5,6 млн. долл. В результате свопа рублевая ликвидность вернулась на уровень, существовавший до проведения операции, ЦБ решил проблему временного поглощения ликвидности, а банки заработали 6,0–5,6 = 0,4 млн. долл. за участие в операции ЦБ.

Привлечение депозитов

@ *Привлечение депозитов (collection of deposits)* – создание ЦБ временной возможности для коммерческих банков внести депозиты на специально открытый счет в ЦБ под установленный им процент.

Такие депозитные счета открываются ЦБ на определенное время в целях по-

глощения ликвидности. Депозиты могут вноситься только приемлемыми партнерами под фиксированный процент, который обычно устанавливается на уровне выше рыночного, чтобы сделать такие депозиты финансово привлекательными для банков. Привлечение депозитов обычно осуществляется путем быстрого тендера или путем непосредственных соглашений между ЦБ и коммерческими банками, причем их срок и условия устанавливаются по усмотрению ЦБ.

Итак, операции на открытом рынке (ООР) представляют собой куплю-продажу ЦБ государственных ценных бумаг и иных активов в целях управления денежной массой и могут осуществляться в форме реверсной операции, прямой сделки, выпуска долговых сертификатов, свопов с иностранной валютой и привлечения депозитов. Реверсные операции (соглашения об обратной покупке активов, не предусматривающие переход права собственности на активы от продавца к покупателю) включают основные операции по рефинансированию, долгосрочные операции по рефинансированию, операции по тонкой настройке, структурные реверсные операции. Прямые сделки предусматривают покупку и продажу ЦБ активов непосредственно на финансовом рынке, в результате чего право собственности на активы переходит от продавца к покупателю. С целью тонкой настройки ликвидности и сглаживания нежелательных резких колебаний процентной ставки ЦБ может выпускать долговые сертификаты и совершать спотовые и форвардные сделки с иностранной валютой и создавать временную возможность для коммерческих банков внести депозиты на специально открытый счет в ЦБ под установленный им процент.

3. ПОСТОЯННО ДЕЙСТВУЮЩИЕ ФИНАНСОВЫЕ МЕХАНИЗМЫ

Операции на открытом рынке осуществляются по инициативе ЦБ и являются поэтому наиболее эффективным инструментом его воздействия на общий уровень ликвидности. Коммерческие банки, со своей стороны, также могут оказывать влияние на объем ликвидности путем временного заимствования средств у ЦБ.

@ *Постоянно действующие механизмы (standing facilities)* – инструмент денежной политики ЦБ, который активизируется по инициативе коммерческих банков, при условии, что ЦБ осуществляет мониторинг их использования в пруденциальных целях.

Процент, взимаемый за пользование постоянно действующими механизмами, устанавливает верхний и нижний пределы краткосрочных процентных ставок и ограничивает тем самым их колебания. Если рыночные процентные ставки превышают уровень процента, установленный ЦБ по ломбардным кредитам, то банки начинают охотнее занимать у ЦБ, нежели друг у друга, что сокращает спрос на кредит, и рыночная процентная ставка падает. Напротив, когда рыночная процентная ставка падает ниже, чем процент, выплачиваемый ЦБ по депозитам, принимаемым у банков, банки начинают охотнее депонировать средства в ЦБ, нежели давать кредиты друг другу и другим участникам финансового рынка, что сокращает предложение кредита и повышает процентную ставку до желаемого ЦБ уровня.

Использование постоянных механизмов ограничивает частоту прямых интервенций ЦБ на финансовом рынке и делает их более транспарантными (*вставка 2.2*). В условиях, когда операции на открытом рынке недостаточно развиты, постоянно действующие механизмы выполняют важную роль долгосрочного финанси-

рования экономики. Постоянные механизмы финансирования могут служить для нагнетания ликвидности путем рефинансирования банков или для поглощения ликвидности путем привлечения средств банков на депозиты в ЦБ.

Коммерческий банк, испытывающий временный недостаток ликвидности (например, в силу того, что кто-то из крупных депозиторов закрыл счета и забрал свои средства), может занять деньги либо на межбанковском рынке у других банков, либо у ЦБ. Коммерческие банки вынуждены прибегать к заимствованию средств, поскольку они обязаны поддерживать определенный объем обязательных резервов в ЦБ.

@ *Механизм кредитора последней инстанции (lender-of-last-resort facility, LLR)* – финансовое окно ЦБ, предназначенное для предоставления краткосрочных кредитов банкам для восполнения временной нехватки ликвидности.

• *Ломбардный механизм (Lombard facility)* – кредиты, предоставляемые ЦБ по непосредственному запросу коммерческих банков для покрытия временной нехватки ликвидности и под залог приемлемых активов. Такие кредиты предоставляются с согласия ЦБ отдельным банкам вне зависимости от состояния ликвидности в экономике в целом. В исключительных случаях, когда использование ломбардного окна отдельными банками начинает оказывать влияние на состояние ликвидности в целом, ЦБ может ограничить доступ к нему отдельных банков путем введения квот или даже временно закрыть окно. По кредитам из ломбардного окна ЦБ взимает процентную ставку, превышающую среднерыночную, которая, в свою очередь, выполняет функцию индикатора максимальной процентной ставки, полагаемой ЦБ приемлемой в конкретный момент времени.

• *Овердрафт (overdraft), механизм предельного финансирования (marginal lending facility)* – создание возможности для банков снять со счета ЦБ больше денег, чем на нем имеется, с условием обратного депонирования через определенный ЦБ промежуток времени. Фактически овердрафт имеет форму кредита с обратной покупкой (репо) или займа под залог активов. Такие кредиты предоставляются ЦБ банкам по их запросу и не требуют предварительного одобрения ЦБ. Обычно такие кредиты выдаются на одну ночь с целью покрытия непредвиденного недостатка ликвидности у конкретного банка. Для пользования этим окном банки обязаны заблаговременно депонировать залог в форме одного из приемлемых активов на блокированные счета в ЦБ. Соответственно размер овердрафта ограничивается размером залога, имеющимся в ЦБ. Запрос на предоставление кредита из данного окна направляется коммерческим банком в ЦБ в конце рабочего дня, поэтому эти кредиты иногда называют суточным финансированием (*overnight financing*). В некоторых странах кредит предоставляется банкам автоматически, если остаток на их текущем счете в ЦБ не удовлетворяет нормам обязательного резервирования. Обычно размер кредита в рамках данного механизма не ограничивается, но ЦБ по своему усмотрению в интересах достижения целей денежной политики может приостановить предоставление этих кредитов, запретить или ограничить доступ к ним отдельных банков. Срок кредитов в рамках механизма предельного финансирования – одна ночь. Процент начисляется, исходя из ставки процента по рефинансированию, установленной ЦБ по схеме «процент/360».

Ломбардное окно может выполнять роль овердрафта, если максимальный срок кредитов через это окно составляет один день, если банки могут получать кредиты из него автоматически без согласия ЦБ и если соответствующий залог внесен заблаговременно в ЦБ и он может им распоряжаться по своему усмотрению в случае невозврата банком кредита.

Вставка 2.2. Использование постоянно действующих механизмов в развитых странах

Большинство стран используют механизм заемщика в последней инстанции (в форме ломбардных кредитов или овердрафта) для нагнетания ликвидности и депозитный механизм для поглощения ликвидности. С середины 90-х гг. дисконтное окно потеряло свою значимость как важный инструмент денежной политики, хотя и используется некоторыми развитыми странами.

- США применяют дисконтное окно, в рамках которого предоставляются несколько типов кредитов, из которых только корректировочный кредит (*adjustment credit*) используется в качестве инструмента денежной политики. Этот тип кредита напоминает ломбардный кредит и предоставляется под ставку ниже рыночной и под жестким контролем со стороны ФРС.
- Япония использует механизм заемщика в последней инстанции, в рамках которого банки могут получать кредиты на один день под процент, который ЦБ считает максимально приемлемым в данный момент времени. Дисконтное окно существует, но используется редко.
- Европейские страны, кроме Испании, используют механизмы постоянного финансирования, при этом Бельгия имеет 7 разновидностей таких механизмов – дисконтное окно, три варианта ломбардных кредитов и три варианта депозитного механизма. Германия использует дисконтное окно и ломбардное окно, которое также выполняет функции овердрафтного механизма. Воспользоваться ими может любая организация, имеющая счет в Бундесбанке. Франция также использует оба окна, но ломбардное окно действует как реверсная операция со сроком 5–10 дней. ЦБ имеет право изменять процентные ставки по этим операциям по своему усмотрению.

Депозитные окна имеются в Бельгии, Дании, Финляндии, Греции, Ирландии, Португалии и Швеции. Во всех случаях ЦБ принимает депозиты сроком на одну ночь. В Бельгии, Дании и Греции ЦБ устанавливает максимальные квоты для отдельных банков. Во всех странах процент, выплачиваемый по таким депозитам, представляет собой низшую процентную ставку по однодневным кредитам, которую ЦБ считает нужным довести до сведения участников финансового рынка в данный момент времени.

@ *Дисконтный механизм (discount facility)* – предоставление ЦБ постоянного финансирования банков под залог приемлемых активов.

Срок дисконтных кредитов равен сроку действия приемлемых активов, используемых в качестве залога. Кредиты предоставляются под процентную ставку ниже рыночной, которая тем самым выполняет функцию ориентира минимальной процентной ставки, приемлемой для ЦБ в данный момент времени. В этом случае ЦБ накладывает ограничительные квоты на банки на размер заимствований через дисконтное окно и проверяет обоснованность заявок на получение таких кредитов. С развитием операций на открытом рынке роль дисконтного механизма как инструмента денежной политики снижается.

@ *Депозитный механизм (deposit facility)* – созданная ЦБ возможность внесения краткосрочных депозитов коммерческими банками на их счета в ЦБ.

По таким депозитам ЦБ платит заранее установленный процент, который обычно является ориентиром для предоставления банками кредитов друг другу сроком на одну ночь для восполнения

временного недостатка ликвидности. ЦБ не дает залога по таким депозитам, которые могут вноситься всеми приемлемыми партнерами и использоваться для временного поглощения ликвидности и сглаживания ее краткосрочных колебаний. Банки используют временное помещение депозитов в ЦБ как способ получения небольшой прибыли на свои излишние резервы на текущем счете в ЦБ, по которым процент не платится. Обычно запросы на внесение депозитов направляются банками в ЦБ к концу рабочего дня. Срок депозитов составляет одну ночь, и ЦБ может в любой момент приостановить или закрыть доступ банков к депозитному механизму. Процент по депозитам в ЦБ используется в качестве ориентира минимального процента в текущий момент времени, который ЦБ считает нужным поддерживать.

Существуют три основных способа обеспечения поддержания процентных ставок в рамках пределов, которые определяются денежной политикой ЦБ:

- Коридор процентных ставок – сочетание ломбардных кредитов по ставке процента, несколько превышающей рыночную, с депозитным механизмом по ставке процента несколько ниже рыночной по депозитам на тот же срок. В рамках коридора ломбардные кредиты могут сочетаться также с дисконтными кредитами, если последние предоставляются по ставкам процента ниже рыночных. Этот подход используется в Канаде, Нидерландах, Финляндии, Швеции.
- Нижняя граница процентных ставок – постоянно действующие механизмы финансирования – функционирует по ставкам ниже рыночных и используется только для сообщения участникам финансового рынка нижнего предела процентной ставки, которую ЦБ считает нужным поддерживать. Этот механизм используется в США и Дании.
- Верхняя граница процентных ставок – ломбардное окно – функционирует по ставке процента несколько выше среднерыночной и сообщает рынку верхний предел процентных ставок, при этом нижний предел не устанавливается. Этот принцип используется во Франции, Японии и Англии.

Постоянно действующие финансовые механизмы обычно вводятся на раннем этапе финансовой реформы, когда операции на открытом рынке либо не существуют вовсе, либо весьма невелики по масштабам. С развитием операций на открытом рынке роль постоянно действующих механизмов финансирования снижается. На раннем этапе реформ постоянно действующие механизмы выполняют важные функции финансирования экономики в целях поддержки экономического развития (дисконтное окно), поддержания функционирования платежной системы (овердрафт), поддержания платежеспособности отдельных банков (ломбардное окно); доведения до сведений участников финансового рынка направлений денежной политики ЦБ (путем изменения процентных ставок по различным финансовым окнам) и сокращения колебаний процентных ставок (путем введения коридора, нижнего или верхнего предела).

В случае, если за пользование постоянно действующими финансовыми механизмами взимаются ставки ниже рыночных, ЦБ должен вводить ограничения на доступ отдельных банков к их использованию. Такие ограничения могут включать наложение штрафов на банки, которые прибегают к финансированию ЦБ чаще, чем установлено соответствующими правилами; введение квот для каждого банка на размер финансирования, который он может получить от ЦБ в течение определенного времени; сохранение ЦБ права временно отменить постоянно действующие механизмы финансирования или прекратить доступ к ним отдельных банков. Наиболее приемлемым способом установления процентной ставки по постоянным финансовым механизмам считается использование реально существующей средней процентной ставки с применением некоторой фиксированной надбавки для ломбардных кредитов и скидки для депозитного окна. С изменением средней рыночной процентной ставки верх-

ний и нижний пределы также будут пропорционально изменяться.

Итак, постоянно действующие механизмы представляют собой инструмент денежной политики ЦБ, который активизируется по инициативе коммерческих банков, при условии, что ЦБ осуществляет мониторинг их использования в пруденциальных целях. Механизм кредитора в последней инстанции – финансовое окно ЦБ, предназначенное для предоставления краткосрочных кредитов банкам для восполнения временной нехватки ликвидности, – может принимать форму ломбардных кредитов для покрытия временной нехватки ликвидности под залог приемлемых активов или овердрафта, т.е. создания возможности для банка снять с его счета в ЦБ больше денег, чем на нем имеется. Дисконтный механизм предусматривает предоставление ЦБ постоянного финансирования банкам под залог приемлемых активов и в целях нагнетания ликвидности. Для временного поглощения ликвидности ЦБ могут привлекать краткосрочные депозиты коммерческих банков на их счета в ЦБ. Процентная ставка, взимаемая ЦБ за ломбардные кредиты, является ориентиром для максимальной процентной ставки в экономике; процентная ставка, выплачиваемая ЦБ по привлекаемым депозитам, – ориентир для минимальной процентной ставки. ЦБ может поддерживать процентные ставки в желаемых пределах путем оповещения участников финансового рынка о коридоре процентных ставок. ЦБ может указывать только их нижнюю границу и не ограничивать верхнюю, или только верхнюю границу, не ограничивая нижнюю.

4. РЕЗЕРВНЫЕ ТРЕБОВАНИЯ

В большинстве стран ЦБ требует от коммерческих банков поддержания определенных минимальных балансов на их текущих счетах в ЦБ. Эти балансы используются как инструмент денежного регулирования и как инструмент контроля ЦБ за пруденциальностью политики банков (*вставка 2.3*). В последние годы с развитием тенденции к более активному использованию операций на открытом рынке для целей денежной политики роль резервных требований как инструмента денежной политики сокращается.

@ *Резервные требования (reserve requirements)* – поддержание коммерческими банками определенных ЦБ балансов на счетах в ЦБ для гарантирования наличия средств у банков в случае повышенного спроса на депозиты со стороны вкладчиков банков и достижения целей денежной политики.

Норма минимального резервирования является действенным инструментом денежной политики и выполняет следующие функции:

- оказание воздействия на уровень спроса на резервы, предъявляемый банками,
- стабилизация краткосрочных процентных ставок,
- сокращение или увеличение массы денег,
- стабилизация и улучшение предсказуемости денежного мультипликатора.

Резервы должны рассчитываться как процент от объема депозитов определенного типа и как средняя величина резервного счета на конец дня в течение месячного периода поддержания резервов. Типы банков и других финансовых организаций, которые должны поддерживать минимальные резервы, устанавливаются ЦБ, имеющим право по своему усмотрению выводить финансовые организации из-под требований резервирования. Основанием для изъятия может быть прекращение финансовой организацией активных банковских функций, ее создание для специальных целей или предназначение всех ее депозитов для оказания международной помощи развитию. Обычно ЦБ публикует список финансовых организа-

ций, которые должны поддерживать нормы минимального резервирования с тем, чтобы вкладчики могли полнее оценивать риски, связанные с вложением депозитов в эти организации.

Резервная база

Для расчета объема средств с текущего счета, которые каждый банк обязан поддерживать в ЦБ в качестве обязательного резерва, используются данные баланса этих банков за предыдущий месяц. Норма обязательного резервирования рассчитывается как отношение к резервной базе на конец предыдущего месяца и поддерживается в течение следующего месяца. Резервная база должна включать все пассивы (депозиты), входящие в денежный агрегат, которым ЦБ пытается управлять. Например, если целью ЦБ является поддержание определенного уровня широких денег, то в резервную базу должны включаться только те депозиты, которые включены и в широкие деньги.

Резервная база чаще всего определяется как сумма следующих пассивов баланса банка:

- Пассивы, включенные в резервную базу, к которым применяется положительная норма резервирования, – депозиты на одну ночь, депозиты на срок до двух лет, депозиты до востребования, долговые ценные бумаги со сроком действия до двух лет, инструменты денежного рынка.

Вставка 2.3. Опыт использования резервных требований

ЦБ подавляющего большинства развитых стран устанавливают резервные требования. В Бельгии, Канаде, Дании, Финляндии, Швеции, Мексике, Новой Зеландии и некоторых других странах формально резервные требования отсутствуют, но ЦБ обеспечивает постоянное поддержание определенного минимума баланса банков на своих счетах путем активной политики по привлечению депозитов, продажи сертификатов

ЦБ, предоставления преференциальной процентной ставки банкам, поддерживающим положительные клиринговые балансы в ЦБ.

Опыт стран, использующих резервные требования, весьма различен в отношении определения базы для расчета таких требований, длительности базового периода и периода поддержания, включения требований об усреднении, уровня компенсации и типов приемлемых активов. Из 69 стран, по которым имеются данные, 32 используют унифицированную норму резервирования, которая одинакова для всех типов депозитов и не зависит от типа валюты, в которой эти депозиты внесены; 14 имеют различные резервные требования по различным типам депозитов, 6 дифференцируют по типу валюты, 7 – одновременно по типу депозита и типу валюты, наконец, еще 10 – по другим признакам, таким как размер банка. В среднем срок поддержания депозитов, по которому исчисляются резервные требования, составляет 30 дней, хотя существенно различается между странами (от 2 дней – в Ботсване до 90 – в Танзании). В 41 стране используется усреднение периода поддержания, который в среднем также составляет 30 дней, хотя различается от 5 дней – в Парагвае до 31 дня – в Польше. Приемлемые активы включают депозиты банков в ЦБ (во всех странах), а также наличные в сейфах (в 34 странах) и ценные бумаги (в 14 странах). Из всех государств ЦБ только 23 стран выплачивали процент банкам за деньги, блокированные на их резервных счетах, или вознаграждали банки, засчитывая имеющиеся у них ценные бумаги в качестве актива, приемлемого для удовлетворения резервных требований. Только Ангола, Китай, Фиджи, Кыргызстан, Македония и Мадагаскар выплачивали вознаграждение за резервы в национальной валюте, а Боливия и Перу – по резервам в иностранной валюте.

• Пассивы, включенные в резервную базу, к которым применяется нулевая норма резервирования, – депозиты на срок свыше двух лет, депозиты до востребования сроком свыше двух лет, сделки репо, долговые ценные бумаги со сроком действия более двух лет.

• Пассивы, исключаемые из резервной базы, – обязательства в отношении ЦБ и других финансовых организаций (межбанковские депозиты), подпадающие под требование нормы обязательного резервирования.

Обычно ЦБ также перечисляет условия, при выполнении которых тот или иной пассив может быть исключен из расчета нормы обязательного резервирования.

Резервная база должна измеряться как средняя величина депозитов, подпадающих под требование резервирования. В идеале средняя величина депозитов должна рассчитываться ежедневно или по крайней мере еженедельно. Усреднение депозитов обеспечивает сглаживание колебаний депозитов в течение расчетного периода и устраняет возможность для банков снизить их резервную базу путем искусственного занижения размеров депозитов на день, по которому рассчитывается резервная база.

Резервная база может рассчитываться либо на текущий период времени, либо с некоторым лагом. Расчет на текущий период времени может быть затруднен из-за невозможности банков консолидировать позиции всех своих отделений к концу рабочего дня и поэтому они будут стремиться иметь излишние резервы, чтобы не нарушить нормы резервирования, которые будут определены позже. Расчет нормы с небольшим временным лагом позволяет и банкам, и ЦБ точно знать размер резервов, которые должны поддерживаться, но имеет ясные недостатки с точки зрения невозможности быстро реагировать на изменение ситуации с ликвидностью в экономике.

Единство нормы резервирования

Опыт развитых стран свидетельствует, что ко всем банкам и другим финансовым организациям и каждому компоненту пассивов должна применяться одинаковая ставка резервного требования, которая объявляется до начала периода. В течение его она должна применяться и может быть изменена ЦБ в любой момент в целях регулирования ситуации на финансовом рынке. Небольшое число стран использует различные нормы резервирования по различным типам депозитов. В этом случае нормы резервирования выше по краткосрочным депозитам, поскольку вероятность неожиданного оттока средств по краткосрочным депозитам может быть выше, чем по долгосрочным депозитам.

Единство нормы резервирования является наилучшим способом определения резервных требований. Дифференцированные нормы обязательного резервирования не считаются наилучшим вариантом определения резервных требований по следующим причинам. Во-первых, дифференциальные нормы затрудняют управление денежной массой, поскольку связь между изменением нормы резервирования и изменением мультипликатора становится менее явной. Во-вторых, несмотря на различия в сроках, банки могут манипулировать депозитами путем изменения их названий и перемещения больших сумм на те типы депозитов, по которым требования резервирования наименьшие. Наконец, различия в нормах резервирования могут отрицательно повлиять на межбанковскую конкуренцию, поскольку банки, получающие наибольшие краткосрочные депозиты и тем самым завоевывающие большую долю рынка, окажутся в невыгодном положении, так как по этим депозитам они будут вынуждены поддерживать большие резервы.

В отношении того, кто рассчитывает нормы обязательного резервирования, мировая практика весьма различна: в одних странах это делают сами коммерческие банки, сообщая затем информацию ЦБ, который имеет право в любой момент проверить ее достоверность, в других – это делает сам ЦБ, который безо-

говорочно блокирует часть текущего счета банка в качестве его обязательного резерва.

Период поддержания резервов

В пруденциальных целях минимальный уровень резервов должен поддерживаться постоянно.

@ *Период поддержания резервов (reserve maintenance period)* – время, в течение которого банк должен поддерживать обязательные резервы.

Этот период обычно составляет один месяц. На следующий месяц размер средств, блокированных на счете в ЦБ и являющихся обязательным резервом банков, пересчитывается. В течение самого месяца минимальные резервы поддерживаются на постоянном уровне либо как среднее от ежедневных позиций.

В некоторых странах устанавливается предел допустимого отклонения суммы резервов от их ежедневного среднего значения. Все депозиты банков в ЦБ могут быть использованы для поддержания нормы обязательного резервирования. Кроме того, наличные в сейфах банков, запасы у них государственных ценных бумаг и ценных бумаг ЦБ также в ряде стран могут быть включены в состав обязательных резервов.

В большинстве стран ЦБ выплачивает процент по обязательным резервам, находящимся на депозитах в ЦБ в течение периода поддержания, тогда как по резервам банков, превышающим размер обязательных, ЦБ процент не выплачивает. В ЕЦБ используется следующая формула для расчета процента, выплачиваемого ЦБ владельцу средств, заблокированных в целях поддержания резервов:

$$R_t = \frac{H_t \times n_t \times \sum_{t=1}^{n} \frac{MR_i}{n_t \times 100}}{360},$$

где

R_t – вознаграждение, выплачиваемое банку на поддерживаемую в ЦБ сумму в целях выполнения требований об обязательном резервировании,

H_t – размер поддерживаемых резервов,

n_t – число календарных дней в периоде поддержания,

MR_i – предельная процентная ставка в предыдущий период.

Если ЦБ не выплачивает процент банкам по поддерживаемым ими обязательным резервам, банки воспринимают это как скрытый налог на их ликвидность и будут стремиться всячески сократить размер своих обязательных резервов. Способов сократить размер пассивов, подпадающих под требование обязательного резервирования, множество, и большая часть из них представляет собой разновидности внебалансовых операций. Поэтому выплата определенного процента по обязательным резервам может считаться наиболее приемлемой практикой. Однако расчет такого процента весьма сложен, поскольку он должен отражать как процент, существующий в данный момент на финансовом рынке, так и тот факт, что депозиты в ЦБ не несут никакого риска для банков и поэтому процент, выплачиваемый по ним, должен быть ниже, чем процент по иным депозитам. В большинстве стран процент по обязательным резервам устанавливается несколько ниже, чем рыночный процент по депозитам на такой же срок.

На банки, которые не выполняют нормы обязательного резервирования, накладываются санкции ЦБ. Чаще всего это штраф, исчисляемый как надбавка (до 5 процентных пунктов) на уровень существующей ставки кредитования, которая применяется к размеру требования обязательного финансирования, не поддерживаемого банком. В США размер штрафа составляет ставку рефинансирования плюс 2 процентных пункта, в Германии – ставку по ломбардным кредитам плюс 3 процентных пункта, в Швейцарии – ставку по межбанковским кредитам плюс 2 процентных пункта. Штрафы

должны иметь чисто денежный характер и не выливаться в ограничение доступа провинившихся банков к кредитным окнам ЦБ или к системе расчетов. Это создает ненужные помехи в финансовой системе.

Итак, резервные требования – это требования ЦБ по поддержанию банками определенных балансов на их счетах в ЦБ с целью гарантирования наличия средств у коммерческого банка в случае повышенного спроса на депозиты со стороны вкладчиков банков и для достижения целей денежной политики. По мере развития операций на открытом рынке роль резервных требований как инструмента денежной политики постепенно сокращается. В качестве инструмента денежной политики резервные требования оказывают воздействие на уровень спроса на резервы, способствуют сглаживанию краткосрочных процентных ставок, сокращают или увеличивают массу денег, улучшают предсказуемость денежного мультипликатора.

Норма резервирования должна быть единой для всех пассивов, включенных ЦБ в резервную базу, и для всех финансовых организаций, подпадающих под требование обязательного резервирования. Расчет резервной базы должен производиться как средняя величина пассивов, по которым необходимо поддерживать резервы, за предыдущую неделю. Период поддержания обязательных резервов должен составлять один месяц. По обязательным резервам ЦБ должен выплачивать банкам процент, но ниже среднерыночного уровня.

5. РЕЗЮМЕ

1. Денежная политика проводится ЦБ по согласованию и при поддержке правительства. Цели денежной политики включают поддержание стабильности цен, регулирование валютного курса и содействие достижению целей роста и макроэкономической политики правительства. ЦБ располагает набором средств, позволяющих ему достигать целей денежной политики путем осуществления контроля за уровнем и структурой ликвидности в экономике. Основные инструменты денежной политики: операции на открытом рынке, постоянно действующие механизмы и резервные требования. ЦБ проводит денежную политику путем взаимодействия с приемлемыми партнерами – организациями, с которыми ЦБ осуществляет денежные операции, и с использованием приемлемых активов первого и второго уровня – ценных бумаг, которые ЦБ может продавать или покупать на финансовом рынке в целях регулирования ликвидности, главным образом это государственные ценные бумаги. Их первоначальное размещение может происходить через подписку по фиксированной цене, постоянную продажу через фондовые магазины, целевую продажу специализированным инвесторам и через аукцион, из которых последний является наиболее предпочтительным способом. При косвенных методах регулирования ликвидности ЦБ осуществляет операции на открытом рынке путем стандартного или быстрого тендера – нагнетания или поглощение ликвидности на основе конкурентных заявок, – или двусторонних соглашений с приемлемыми партнерами. Для сокращения риска неплатежей ЦБ может использовать изначальную маржу, скидку с цены, вариационную маржу и иные средства.

2. Операции на открытом рынке представляют собой куплю-продажу ЦБ государственных ценных бумаг и иных активов в целях управления денежной массой и могут осуществляться в форме реверсной операции, прямой сделки, выпуска долговых сертификатов, осуществления свопов с иностранной валютой и привлечения депозитов. Реверсные операции (соглашения об обратной покупке активов, не предусматривающие переход пра-

ва собственности на активы от продавца к покупателю) включают основные операции по рефинансированию, долгосрочные операции по рефинансированию, операции по тонкой настройке, структурные реверсные операции. Прямые сделки предусматривают покупку и продажу ЦБ активов непосредственно на финансовом рынке, в результате чего право собственности на активы переходит от продавца к покупателю. С целью тонкой настройки ликвидности и сглаживания нежелательных резких колебаний процентной ставки ЦБ может выпускать долговые сертификаты и совершать спотовые и форвардные сделки с иностранной валютой и создавать временную возможность для коммерческих банков внести депозиты на специально открытый счет в ЦБ под установленный им процент.

3. Постоянно действующие механизмы представляют собой инструменты денежной политики ЦБ, которая активизируется по инициативе коммерческих банков. Механизм кредитора в последней инстанции – финансовое окно ЦБ, предназначенное для предоставления краткосрочных кредитов банкам с целью восполнения временной нехватки ликвидности, – может принимать форму ломбардных кредитов для покрытия временной нехватки ликвидности под залог приемлемых активов или овердрафта, то есть создания возможности для банка снять с его счета в ЦБ больше денег, чем на нем имеется. Дисконтный механизм предусматривает предоставление ЦБ постоянного финансирования банкам под залог приемлемых активов и в целях нагнетания ликвидности. Для временного поглощения ликвидности ЦБ могут привлекать краткосрочные депозиты коммерческих банков на счета, открываемые в ЦБ. Процентная ставка, взимаемая ЦБ за ломбардные кредиты, является ориентиром для максимальной процентной ставки в экономике; процентная ставка, выплачиваемая ЦБ по привлекаемым депозитам, является ориентиром для минимальной процентной ставки. ЦБ может поддерживать процентные ставки в желаемых пределах путем сообщения через свою финансовую деятельность участникам финансового рынка коридора процентных ставок либо только их нижней границы, не ограничивая верхнюю, или верхней границы, не ограничивая нижнюю.

4. Резервные требования представляют собой требования ЦБ по поддержанию банками определенных балансов на их счетах в ЦБ с целью гарантирования наличия средств у коммерческого банка в случае повышенного спроса на депозиты со стороны вкладчиков банков и для достижения целей денежной политики. По мере развития операций на открытом рынке роль резервных требований как инструмента денежной политики постепенно сокращается. В качестве инструмента денежной политики резервные требования оказывают воздействие на уровень спроса на резервы, способствуют сглаживанию краткосрочных процентных ставок, сокращают или увеличивают массу денег, улучшают предсказуемость денежного мультипликатора. Норма резервирования должна быть единой для всех пассивов, включенных ЦБ в резервную базу, и для всех финансовых организаций, подпадающих под требование обязательного резервирования. Расчет резервной базы должен производиться как средняя величина пассивов, по которым необходимо поддерживать резервы, за предыдущую неделю. Период поддержания обязательных резервов должен составлять один месяц. По обязательным резервам ЦБ должен выплачивать банкам процент, но ниже среднерыночного уровня.

6. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы для повторения

1. В чем заключаются основные цели денежной политики?

2. Дайте определение инструментов денежной политики и их главных видов.

3. Что такое приемлемые партнеры и каким требованиям они должны отвечать?

4. Что такое приемлемые активы и каким требованиям они должны отвечать?

5. Дайте определение, назовите требования и перечислите активы первого уровня.

6. Дайте определение, назовите требования и перечислите активы второго уровня.

7. Назовите основные способы первоначального размещения активов, которые будут использоваться для денежных операций.

8. Каковы главные правила проведения аукциона на первоначальное размещение активов?

9. Чем аукцион с множественными ценами отличается от аукциона с едиными ценами?

10. Что такое тендер? Чем стандартный тендер отличается от быстрого тендера?

11. В чем заключается смысл двусторонних процедур?

12. Дайте определение основных методов, с помощью которых ЦБ снижает возможность рисков от своих денежных операций.

13. Что такое операции на открытом рынке? Какие из них используются для нагнетания ликвидности и какие – для поглощения ликвидности?

14. Дайте определение реверсным операциям.

15. Чем основные операции по рефинансированию отличаются от долгосрочных операций по рефинансированию?

16. В каких целях ЦБ выпускает долговые сертификаты?

17. Как осуществляется своп с иностранной валютой для нагнетания ликвидности и для ее поглощения?

18. В каких целях и на каких условиях ЦБ может привлекать депозиты банков в целях денежной политики?

19. Какие инструменты денежной политики считаются постоянно действующими и почему?

20. В чем схожи и чем различаются механизм кредитора в последней инстанции и механизм овердрафта?

21. Какой механизм используется для долгосрочного финансирования банков?

22. С какой целью ЦБ устанавливает норму обязательного резервирования?

23. Как определяется резервная база?

24. Почему единство нормы резервирования считается наиболее приемлемым способом определения резервных требований?

25. Как рассчитывается процент, выплачиваемый по обязательным резервам?

Ответы на выбор

26. В числе инструментов денежной политики на раннем этапе рыночных реформ должны использоваться преимущественно:

a. Операции на открытом рынке.

b. Резервные требования.

c. Постоянно действующие механизмы.

d. Резервные требования и постоянно действующие механизмы.

27. Операции по рефинансированию осуществляются преимущественно в целях:

a. Нагнетания ликвидности.

b. Поглощения ликвидности.

c. Одновременно для нагнетания и поглощения ликвидности.

d. Ликвидации инфляционных последствий роста денежной массы.

28. В качестве механизма продажи долговых сертификатов ЦБ обычно использует:

a. Быстрый тендер.

b. Стандартный тендер.

c. Двусторонние процедуры.

d. Открытый тендер.

29. Ломбардный кредит используется для сообщения участникам финансового рынка:

a. Верхнего предела процентной ставки.

b. Нижнего предела процентной ставки.

c. Коридора процентных ставок.

d. Не используется для этих целей вообще.

30. Сертификаты ЦБ включаются в расчет резервной базы:

a. Всегда.

b. Никогда.

c. В случае, если они недостаточно ликвидные.

d. В случае, если ЦБ разрешает засчитывать их для удовлетворения резервных требований.

Проблемы для обсуждения

31. На основе последних изменений в денежной политике России дополните описание инструментов денежной политики, приведенное во вставке 2.1, и сравните его с таблицей 2.1. Используйте в качестве первоисточника сайт ЦБ России http://www.cbr.ru/.

a. Соответствует ли набор имеющихся инструментов современному уровню экономического развития России? Достаточен ли он для эффективного регулирования ликвидности?

b. Какие инструменты отсутствуют в арсенале российского ЦБ и почему? Какие можно устранить?

c. Какие инструменты могут использоваться с наибольшей эффективностью в условиях финансового кризиса, вызванного: резким оттоком депозитов, давлением на валютный курс, чрезвычайным займом правительства в ЦБ?

32. После финансового кризиса в августе 1998 г. российский ЦБ несколько раз снижал нормы обязательного резервирования: сначала норма была снижена на 1 процентный пункт для всех банков; затем в зависимости от объема ГКО в активах банков норма резервирования была снижена опять, но дифференцированно (до 5–7,5% для разных банков); наконец, ЦБ заморозил валютный курс, по которому рассчитываются резервные требования по депозитам в иностранной валюте. Используя дополнительные факты, относящиеся к августовскому 1998 г. финансовому кризису, на сайте ЦБ России, определите:

a. Была ли реакция ЦБ по смягчению последствий кризиса адекватной для банковской системы и экономики в целом?

b. Какие еще инструменты денежной политики можно было бы использовать в целях стабилизации финансовой ситуации и как?

c. Как такая политика ЦБ могла повлиять на состояние ликвидности у коммерческих банков в краткосрочной и среднесрочной перспективе?

33. В течение 90-х гг. ЦБ России предоставлял ломбардные кредиты одновременно под фиксированный процент и через аукционный механизм. Какой подход кажется вам целесообразнее и почему?

Задачи

34. ЦБ считает необходимым сократить ликвидность на 200 млн. руб. и объявил тендер на продажу государственных ценных бумаг. Четыре банка представили следующие заявки на покупку их у ЦБ (в млн. нац. ден. ед.): банк 1 – 60, банк 2 – 80, банк 3 – 90, банк 4 – 20. На какую сумму ЦБ продаст ценных бумаг каждому из банков (файл «Глава 2. Задачи»)?

35. ЦБ считает необходимым сократить ликвидность на 200 млн. руб. и объявил тендер с плавающей процентной ставкой на продажу ценных бумаг, на который банки представили следующие заявки (файл «Глава 2. Задачи»).

Сокращение ликвидности путем тендера с плавающей ставкой

Процент	Банк 1	Банк 2	Банк 3	Всего заявок	Кумулятивный объем
2,5	0	0	0	0	0
3	0	0	5	5	5
3,5	0	5	5	10	15
4	5	10	15	30	45
4,5	10	15	20	45	90
5	15	20	20	55	145
5,5	20	30	25	75	220
6	10	20	25	55	275
6,5	5	5	15	25	300
Всего	65	105	130	300	

a. Какую процентную ставку тем самым фиксирует ЦБ?

b. На какой процент будут удовлетворены заявки банков при этом проценте?

c. На какую сумму ЦБ продаст ценных бумаг второму банку?

d. Если используется система американского аукциона, какой процент ЦБ заплатит третьему банку за купленные у него 15 млн. руб.?

e. Если используется система голландского аукциона, какой процент ЦБ заплатит первому банку за купленные у него 5 млн. руб.?

36. ЦБ считает необходимым добавить ликвидность путем покупки своих долговых сертификатов, проданных ранее коммерческим банкам, и объявил тендер с плавающей процентной ставкой (файл «Глава 2. Задачи»). Три банка представили следующие заявки.

Нагнетание ликвидности путем покупки долговых сертификатов ЦБ

Процент	Банк 1	Банк 2	Банк 3	Всего заявок	Кумулятивный объем
6,5	0	1	2	3	0
6,3	2	3	6	11	14
6,6	4	5	7	16	30
6,9	6	7	8	21	51
7,2	8	9	10	27	78
7,5	15	14	13	42	120
7,8	12	12	13	37	157
8,1	10	8	11	29	186
Всего	57	59	70	186	

ЦБ решает купить долговых сертификатов только на 130 млн. руб.

a. Какую процентную ставку тем самым устанавливает ЦБ?

b. На какой процент будут удовлетворены заявки банков при этом проценте?

c. На какую сумму ЦБ купит сертификатов у первого банка?

d. Если используется система американского аукциона, какой процент ЦБ заплатит банку 3 за купленные у него сертификаты на 21 млн. руб.?

e. Если используется система голландского аукциона, какой процент ЦБ заплатит банку 1 за купленные у него сертификаты на 4 млн. руб.?

37. ЦБ видит необходимость добавить ликвидность в финансовую систему путем проведения свопа в иностранной валюте и объявляет тендер с плавающей процентной ставкой, предлагая банкам продать ему доллары за рубли (файл «Глава 2. Задачи»). Три банка представляют следующие заявки на продажу долларов ЦБ (в млн. руб.).

Нагнетание ликвидности путем свопа с иностранной валютой

Своп-пункты	Банк 1	Банк 2	Банк 3	Всего заявок	Кумулятивный объем
1	0	0	0	0	0
1,2	5	0	5	10	10
1,4	5	0	5	10	20
1,6	10	5	5	20	40
1,8	10	10	20	40	80
2	20	40	20	80	160
2,2	5	20	10	35	195
2,4	5	5	10	20	215
2,6	0	5	0	0	215
Всего	60	85	75	215	

ЦБ решает добавить ликвидности на 200 млн. руб. и фиксирует курс на уровне 1 долл. = 30 руб.

a. Какой предельный уровень своп-пункта установил ЦБ?

b. На какой процент будут удовлетворены заявки при установленном своп-пункте?

c. На какую сумму ЦБ купит доллары у первого банка по установленному своп-пункту?

d. На какую сумму всего ЦБ купит доллары у второго банка?

e. При системе голландского аукциона на какую сумму в долларах ЦБ изначально продаст 200 млн. руб.?

f. По какому форвардному курсу ЦБ купит 200 млн. руб. за доллары по истечении срока свопа?

38. Загрузите страницу «Цели и меры денежной политики» с сайта ЦБ России www.cbr.ru/ahalyties и ответьте на вопросы.

a. Какие инструменты денежной политики использовались ЦБ чаще всего в период 1991–1997 гг.?

b. Как ЦБ реагировал на финансовый кризис в августе–октябре 1998 г.?

c. Почему ЦБ использует преимущественно изменение нормы обязательного резервирования как главный инструмент денежной политики с начала 2000-х гг.?

d. Чем рефинансирование кредитных организаций ЦБ России отличается от аналогичного инструмента денежной политики Европейского центрального банка?

e. Каковы основные требования ЦБ России к банкам-контрагентам по проведению депозитарных операций? В чем заключается процедура таких операций?

39. Загрузите последнее издание «ECB Monthly Bulletin» с сайта www.ecb.int/pub.

a. Какие инструменты денежной политики использует ЕЦБ в настоящее время? Есть ли принципиальные отличия от набора инструментов, показанных в таблице 2.1?

b. Каковы основные цели денежной политики ЕЦБ в настоящее время?

c. По хронологии мер денежной политики определите, какие инструменты использовались ЕЦБ чаще всего и почему?

d. Какие события за пределами еврозоны влияют на денежную политику ЕЦБ в настоящее время?

e. Как ЕЦБ характеризует текущее состояние ликвидности в еврозоне и эффективность денежной политики для ее регулирования?

Мысли великих

Особенностью живого ума является то, что ему нужно лишь немного увидеть и услышать, чтобы он мог потом долго размышлять и многое понять

Джордано Бруно (1548–1600),
итальянский философ и поэт.

На досуге

Исходные данные:
Знание – сила
Время – деньги

Из физики известно, что:

$$\frac{\textit{Работа}}{\text{Время}} = \textit{Сила}$$

Поскольку *Знание* = *Сила* и *Время* = *Деньги*

$$\frac{\textit{Работа}}{\text{Деньги}} = \textit{Знание}$$

Выражая из уравнения *Деньги*

$$\frac{\textit{Работа}}{\text{Знание}} = \textit{Деньги}$$

Следовательно, по мере того как знание приближается к нулю, количество получаемых денег приближается к бесконечности, независимо от сделанной работы.

Непереводимая игра слов

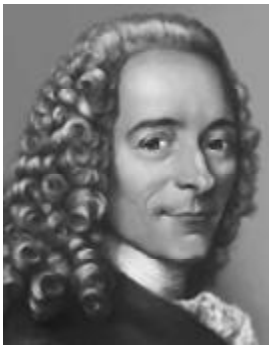
I do not think you can spend yourself rich

Глава 3

СПРОС НА ДЕНЬГИ

Люби истину, но будь снисходителен к заблуждениям.

Невежественный человек отвечает на все вопросы, которые ему задают.



Вольтер (1694–1778), французский философ и писатель

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Вычисляемые модели
  количественная
  функциональная
Динамические модели
  корректировки ошибок
  частичной корректировки
Спецификации
  высокоинфляционная
  динамическая
  статическая
Теории спроса на деньги
  кейнсианская
  кембриджская
  количественная
  монетаристская
Эластичность спроса на деньги

1. ТЕОРИИ СПРОСА НА ДЕНЬГИ

Существующие подходы к анализу спроса на деньги хорошо известны и подробно описаны в учебной экономической литературе[1]. Для прикладного макроэкономического анализа их большая часть не применима – в основном по причине невозможности количественной оценки. В практических целях до сих пор используется либо количественная теория либо простая эконометрическая функция, которая ставит спрос на деньги в зависимость от уровней инфляции, реального ВВП и процентной ставки. Такой прагматический подход основан на том, что эти три детерминанты в той или иной форме присутствуют в преобладающих в настоящее время экономических теориях спроса на деньги. Грубо говоря, таковых теорий две – количественная теория (включающая классический, кембриджский и монетаристский варианты) и теория предпочтения ликвидности (включающая кейнсианский и неокейнсианский варианты). В прикладных целях, однако, различают классическую, кейнсианскую и монетаристскую теории (табл. 3.1). Не ставя задачу сколько-нибудь подробного изложения каждой из этих теорий, напомним их основные положения[2].

[1] Mishkin Frederic S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. – 7th ed. – Boston, Addison Wesle, 2004.

[2] Эволюция теорий спроса на деньги и их нюансы подробно описаны в книге: М. Блауг. Экономическая мысль в ретроспективе. – М.: Дело, 1994.

Таблица 3.1. Основные теории спроса на деньги

Теория	Авторы	Формула спроса на реальные деньги $\frac{M^d}{P}$	Спрос на деньги зависит от	Цели спроса на деньги	Скорость обращения денег, V	Влияние предложения денег на ВВП
Классическая (количественная теория)	И. Фишер	$\frac{M^d}{P} = \frac{1}{V} y$	Реального дохода, y	Только транзакционные	Постоянна и предсказуема	Предложение денег пропорционально росту ВВП
	А. Маршалл, А. Пигу (кембриджский подход)	$\frac{M^d}{P} = \frac{1}{V} y$	Реального дохода Процентной ставки (в формулу не входит)	Транзакционные Сбережения	Может быть непостоянна, в целом предсказуема	Предложение денег пропорционально росту ВВП
Кейнсианская (теория предпочтения ликвидности)	Дж. Кейнс	$\frac{M^d}{P} = f\ (\underset{-}{i}, \underset{+}{y})$	Реального дохода в транзакционных и предупреждающих целях Процентной ставки и реального дохода для спекулятивных целях	Транзакционные Предупреждающие Спекулятивные	Непостоянна и непредсказуема	Предложение денег влияет на рост ВВП наряду с другими факторами
	В. Баумоль Дж. Тобин	$\frac{M^d}{P} = f\ (\underset{-}{i}, \underset{+}{y})$	Реального дохода и процентной ставки для каждой из трех целей спроса на деньги	Транзакционные Предупреждающие Спекулятивные	Непостоянна и непредсказуема	Предложение денег влияет на рост ВВП наряду с другими факторами
Монетаристская	М. Фридман	$\frac{M^d}{P} = f\ (y_p, \frac{i_e}{i_m}, \frac{\pi_e}{i_m})$	Постоянной части реального дохода, Y_p Ожидаемых: процента на неденежные активы, i_e темпа инфляции, π_e процента на деньги, i_m	Не имеют значения	Непостоянна, но предсказуема	Предложение денег определяет рост ВВП

Биографическая вставка 3.1

Ирвинг Фишер (1867–1947)

Жизнь

Американский экономист и математик, окончивший и всю жизнь преподававший в Йельском университете математику, политические науки, социологию и политическую экономию. Был соучредителем и первым президентом Американской статистической ассоциации. Эксцентричный и яркий по характеру, Фишер вместо графиков проиллюстрировал свою диссертацию 1892 г. по теории цен, собрав «физический прототип» спроса на деньги, состоявший из колес, рычагов и насосов. В жизни он проповедовал евгенику и строгую диету. Ранее удачливый инвестор, он потерял все свое состояние и значительную часть авторитета после кризиса 1929 г., поскольку за несколько дней до обвала акций публично уверял инвесторов, что этого не произойдет.

Труды

Mathematical Investigations in the Theory of Value and Prices, 1892; Appreciation and Interest, 1896; The Nature of Capital and Income, 1906; The Rate of Interest, 1907; The Purchasing Power of Money: Its determination and relation to credit, interest and crises, 1911; The Making of Index Numbers: A study of their varieties, tests and reliability, 1922; The Statistical Relation Between Unemployment and Price Changes, 1926; The Money Illusion, 1928; The Theory of Interest: As determined by the impatience to spend income and opportunity to invest it, 1930; Booms and Depressions, 1932; 100% Money, 1935.

Идеи

Исповедовал прикладную экономику, полагая, что теории бесполезны, если они не применимы в прикладном анализе. Фишер внес существенный вклад в разработку количественной теории денег (1911, 1932, 1935 гг.); межвременной теории инвестиций и процентных ставок, где он впервые ввел различие между потоками и запасами (1896, 1906, 1907, 1930 гг.), определяя процентную ставку взаимоотношением предложения капитала и производительностью инвестиций; теории статистических индексов (1922 г.), предложив использовать для измерения инфляции среднее геометрическое индексов Пааше и Ласпейраса; кривой Филипса (1926 г.).

Классическая количественная теория

Известная с конца XVIII века и упомянутая еще английским экономистом и философом Ричардом Кантиллоном (*Richard Cantillon*, 1680?–1734 гг.), теория впервые была формализована американским экономистом и статистиком Ирвингом Фишером (Irving Fisher) в 1911 г. (*биографическая вставка 3.1*). Классическая количественная теория предложения денег продолжает по сей день оставаться весьма эффективным инструментом прикладного экономического анализа.

Количественная теория отвечает на вопрос: какое количество денег необходимо, чтобы обслужить количество транзакций, происходящих в экономике в определенный период? Ответ содержится в формуле 3.1:

$$M^dV = Py, \qquad (3.1)$$

где
M^d – номинальный спрос на деньги,
V – скорость обращения денег,
P – уровень цен,
y – реальный ВВП.

Исходные допущения: реальное производство находится на уровне «полной занятости», то есть неиспользованные производственные мощности и неиспользованная рабочая сила отсутствуют, производство не может более расти вширь; денежный рынок находится в равновесии, то есть спрос на деньги равен их предложению; процентная ставка не влияет на спрос на деньги; спрос на деньги бывает только транзакционным.

Основные положения теории:

• Номинальный спрос на деньги определяется объемом номинального ВВП (Py), то есть количеством транзакций, осуществляемых каждый год для обслуживания создаваемого за этот год номинального дохода.

• Спрос на деньги определяется также скоростью обращения денег (V), которая может считаться постоянной и зависит от институциональных черт экономики (распространенности безналичных платежей, кредитных карточек и т.п.).

• Цены в экономике растут пропорционально росту предложения денег. Поскольку полагают, что реальное производство находится на уровне «полной занятости», y считается константой. Следовательно, рост предложения денег не может привести к росту реального ВВП и выливается в рост цен.

• Рост предложения денег приводит к пропорциональному увеличению номинального ВВП. Поскольку V – константа, увеличение M в формуле 3.1 приводит к росту номинального ВВП (Py).

• Предложение денег экзогенно. Скорость обращения денег и уровень реального ВВП не зависят от предложения денег. Направление причинно-следственной связи (казуальности) – от MV к Py.

Разделив каждую сторону равенства на V и учитывая, что V – константа и тогда выражение, обратное скорости обращения, $1/V = k$ – также константа. Учитывая, что в условиях равновесия (спрос на деньги равен их предложению) $M^d = M^s$ можно получить уравнение спроса на деньги, которое используется в практических целях:

$$M^d = \frac{Py}{V} = kPy. \qquad (3.2)$$

Очевидно, что для оценки спроса на реальные деньги, то есть количества товаров и услуг, которое можно купить за деньги, обе стороны уравнения 3.2 надо просто разделить на P:

$$m^d = ky = \frac{Y}{V}. \qquad (3.3)$$

Слабости теории: роль процентной ставки в определении спроса на деньги игнорируется; скорость обращения денег может быть непостоянной, компенсируя или усиливая эффект роста предложения денег на номинальный ВВП; колебания предложения денег могут оказывать воздействия на изменение реального ВВП, поскольку такие колебания влияют на совокупный спрос.

Кембриджский подход классической теории

Основоположниками теории стали выдающиеся английские экономисты, преподававшие в Кембриджском университете, Альфред Маршалл и Артур Пигу (*биографические вставки 3.2 и 3.3*).

Исходные допущения: люди держат деньги и предъявляют спрос на них как для оплаты транзакций, так и в целях накопления; полные занятость и загрузка производственных мощностей; спрос на деньги равен их предложению.

Основные положения теории:

• Спрос на деньги связан с номинальным доходом (объемом транзакций в экономике) и уровнем благосостояния. Спрос на деньги частично зависит от

Биографическая вставка 3.2

Альфред Маршалл (1842–1924)

Жизнь

Выдающийся английский экономист и математик, большую часть жизни (1885–1908 гг.) преподававший в Кембридже. Учитель Пигу и Кейнса, создатель кембриджской школы экономики. Последнюю часть жизни занимался преимущественно научными исследованиями. Интересно, что Маршалл никогда не высказывал какое-либо суждение безоговорочно.

Труды

The Pure Theory of Foreign Trade, 1879; The Pure Theory of Domestic Values, 1879; The Present Position of Economics, 1885; Principles of Economics: an introductory text, 1890; Some Aspects of Competition, 1891; Elements of the Economic of Industry, 1892; Industry and Trade, 1919; Money, Credit and Commerce, 1923.

Идеи

Главный вклад Маршалла в экономическую науку заключается в систематизации идей классических экономистов по теории потребления и разработке концепции предельной полезности (1890 г.). Он также предложил концепции эластичности спроса, временных предпочтений, избытка потребителя. Интересно, что, как и все экономисты классического направления, он считал денежную теорию периферией экономической науки и практически не затронул ее в своем основном труде. Но несмотря на это, считается основоположником кембриджской теории спроса на деньги (1923 г.).

Биографическая вставка 3.3

Артур Пигу (1877–1959)

Жизнь

Окончив Кембридж под руководством Маршалла, Пигу принял от него в 1908 г. руководство кафедрой политической экономии. Эту должность он занимал вплоть до ухода на пенсию в 1944 г. Занимаясь научной и преподавательской деятельностью, Пигу периодически консультировал правительство по вопросам денежной политики и занятости. Страстный любитель детективов, в свободное время Пигу занимался также хождением по горам и скалолазанием.

Труды

Tariffs, 1903; Import Duties, 1906; Wealth and Welfare, 1912; Unemployment, 1914; The Economics of Welfare, 1920; Exchange Value of Legal Tender Money, 1922; Essays in Applied Economics, 1923; Industrial Fluctuations, 1927; A Study in Public Finance, 1928; The Theory of Unemployment, 1933; The Economics of Stationary States, 1935; Employment and Equilibrium, 1941; Lapses from Full Employment, 1944; Economic Progress in a Stable Environment, 1947; The Veil of Money, 1949; Keynes's General Theory: A retrospective view, 1951; Essays in Economics, 1952.

Идеи

Пигу известен прежде всего своими работами по теории благосостояния (1912, 1920 гг.) и защитой интересов беднейших слоев населения. Он внес большой вклад в пропаганду идей Маршалла. Работы по денежной теории и национальному доходу (1933, 1941 гг.) стали основными в классической теории безработицы и дохода. Предложил идею, в соответствии с которой рост объема реальных денег приводит к росту спроса на потребительские товары, получившую название эффекта Пигу.

объема транзакций и от уровня благосостояния. Оба эти компонента пропорциональны номинальному доходу.

• Спрос на деньги зависит от процентной ставки. Поскольку уровень благосостояния людей влияет на спрос на деньги, их спрос на деньги зависит от процента, который они могут получать, если будут вкладывать свои сбережения в неденежные активы.

• Скорость обращения денег и, следовательно, коэффициент пропорциональности k могут быть непостоянными, потому что они зависят от колебаний спроса на деньги и на альтернативные неденежные активы.

• Формула та же, что и в количественной теории, – 3.2 или 3.3.

Слабости кембриджской теории аналогичны классической количественной теории. Несмотря на то, что она признала важность процентной ставки при определении спроса на деньги, она не ввела ее в явной форме в уравнение спроса на деньги и, следовательно, не показала, как практически вычислить ее эффект.

Кейнсианская теория

В кейнсианской теории предпочтения ликвидности спрос на реальные деньги – это функция процентной ставки и номинального дохода. Транзакционный и предупреждающий спрос на деньги пропорциональны доходу, спекулятивный спрос обратно пропорционален процентной ставке.

Исходные допущения: люди держат деньги и предъявляют спрос на них в целях оплаты транзакций, из соображений предосторожности и для спекуляции; спрос на деньги по каждому из этих мотивов определяется различными факторами; деньги и облигации являются субститутами.

Основные положения

• Спрос на деньги для оплаты транзакций (*transaction motive*) пропорционален объему транзакций в экономике и, значит, уровню дохода. Эта позиция полностью совпадает с подходом классических экономистов.

• Спрос на деньги в предупреждающих целях (*precautionary motive*) определяется объемом сделок, которые намечаются в будущем. Поскольку объем сделок в будущем пропорционален доходу, спрос на деньги в этих целях также пропорционален доходу. Эта позиция опять точно совпадает с позицией классических экономистов.

• Спрос на деньги в спекулятивных целях (*speculative motive*) зависит как от уровня дохода, так и от уровня процентной ставки. При этом зависимость от уровня дохода прямая (чем выше доход, тем больше спрос на деньги), а от уровня процентной ставки – обратная (чем выше процентная ставка, тем меньше спрос на деньги).

• Скорость обращения денег непостоянна и прямо пропорциональна процентным ставкам, которые могут существенно колебаться.

Алгебраически кейнсианская теория выражается через функцию спроса на реальные деньги, называемую функцией предпочтения ликвидности.

$$m^d = \frac{M^d}{P} = f(\underset{+}{i}, \underset{-}{y}), \qquad (3.4)$$

где
i – уровень процента (*interest*);
y – реальный доход.

Чтобы убедиться, что, по Кейнсу, скорость обращения денег (V) непостоянна, достаточно перевернуть это равенство, помножить обе стороны на y и вспомнить из количественной теории, что $MV = Py$, следовательно, $V = \frac{P}{M}y$. Тогда формулу скорости обращения денег можно представить следующим образом:

$$V = \frac{y}{f(i, y)}. \qquad (3.5)$$

Поскольку спрос на деньги обратно пропорционален уровню процентной ставки, рост i приводит к падению $f(i, y)$,

который, находясь в знаменателе дроби, приводит к падению V, то есть рост процента ведет к сокращению скорости обращения денег. Так как процент колеблется, и подчас существенно, скорость обращения не может быть постоянной. На сдвиги в скорости обращения влияют также изменяющиеся ожидания людей относительно уровня процента в будущем, что изменяет спрос на деньги и, следовательно, скорость их обращения.

Слабости кейнсианской теории. Они состоят в том, что при оценке спроса на деньги невозможно вычленить спрос на деньги по каждой из трех причин и оценить его отдельно, а затем агрегировать в единую формулу спроса на деньги.

Частично преодолели эти слабости кейнсианского подхода к анализу спроса на деньги американские экономисты Вильям Баумол и Джеймс Тобин, которые в 50-х годах независимо друг от друга разработали модель спроса на деньги в рамках так называемого «инвентарного подхода»[1]. Смысл этого неокейнсианского подхода заключается в том, что спрос на деньги во всех трех целях – транзакционных, предупреждающих и спекулятивных – обратно пропорционален процентной ставке.

Монетаристская теория

Основоположник монетаризма американский экономист Милтон Фридман (*биографическая вставка 3.4*) считал себя последователем Ирвинга Фишера и классической теории, хотя многие черты его подхода ближе к кейнсианской теории спроса на деньги[2].

Исходные допущения: цели спроса на деньги (функции денег) не имеют значения; спрос на деньги определяется теми же факторами, что и спрос на любой другой актив; номинальный доход состоит из постоянного дохода (permanent income), такого как зарплата, и непостоянного дохода (variable income), такого как выигрыш в лотерею; деньги и товары являются субститутами; спрос на деньги равен их предложению.

Основные положения теории:

- Спрос на деньги прямо пропорционален только постоянной части номинального дохода, а не доходу в целом. Поскольку средний постоянный доход изменяется в течение года незначительно, спрос на деньги также относительно постоянен.
- Спрос на деньги обратно пропорционален альтернативной стоимости денег, которая определена как разность дохода на неденежные активы (процента по облигациям, дохода на акции и инфляционного роста цен на товары) и дохода на деньги (процента по счетам до востребования и скрытой цены удобства банковских услуг).
- Процентная ставка мало влияет на спрос на деньги, потому что альтернативная стоимость денег – разность между доходом на неденежные активы и доходом на деньги – остается приблизительно постоянной, ибо такие доходы либо растут, либо падают параллельно.
- Функция спроса на деньги и скорость обращения денег стабильны и предсказуемы, во всяком случае более стабильны и предсказуемы, чем функции потребления или инвестиций. Поэтому денежная, а не фискальная политика является основным инструментом экономической политики.
- Сдвиги в предложении денег являются главными детерминантами сово-

[1] Baumol William J. The Transaction Demand for Cash: an Inventory Theoretic Approach. – Quarterly Journal of Economics. – Vol. 66, November 1952. – P. 545–556; Tobin James. The Interest Elasticity of the Transaction Demand for Cash. – Review of Economics and Statistics. – Vol. 38, August 1956. – P. 241–247.

[2] Friedman Milton. Studies in the quantity theory of money. – Chicago : University of Chicago Press, 1956 (см. главу Capital the quantity Theory of Money: A restatement.

Биографическая вставка 3.4

Милтон Фридман (род. 1912)

Жизнь

Выпускник Чикагского университета, Фридман защитил диссертацию в Колумбийском университете в 1946 г. Большую часть жизни преподавал в Чикагском университете. В 1976 г. получил Нобелевскую премию за выдающийся вклад в денежную теорию и историю, анализ потребления и теорию макроэкономической стабилизации. Консультировал президентов Никсона и Рейгана.

Труды

The Quantity Theory of Money: A restatement, 1956; A Theory of the consumption Function, 1957; A Program for Monetary Stability, 1959; Capitalism and Freedom, 1962; Inflation: Causes and Consequences, 1963; A Monetary History of the United States, 1867–1960, with Anna J. Schwartz, 1963; The Definition of Money, with Anna J. Schwartz, 1969; The Optimum Quantity of Money and Other Essays, 1969; Monetary Statistics of the United States: Sources, Methods, with Anna J. Schwartz, 1970; The Counter-Revolution in Monetary Theory, 1970; Monetary Correction: A proposal for escalation clauses to reduce the cost of ending inflation, 1974; Free to Choose: A personal statement, with Rose Friedman, 1980; Interrelations between the United States and the United Kingdom, 1873–1975, with A.J. Schwartz, 1982.

Идеи

Лидер чикагской школы экономики, которая подчеркивает, что количество денег является инструментом экономической политики правительства, более важным, чем бюджетная политика. Развил количественную теорию спроса на деньги (1956 г.) и на большом фактическом материале показал, как она применима к США (1963 г.). Сформулировал концепцию человеческого капитала и гипотезу постоянного дохода и естественного уровня безработицы. Много писал по философским вопросам экономики и индивидуальной свободы.

купных расходов и, следовательно, роста ВВП. Для обеспечения стабильного роста ВВП предложение денег должно расти также стабильными темпами.

Если считать, что альтернативная стоимость денег – это тоже разновидность процентной ставки, алгебраически монетаристскую теорию спроса на деньги можно записать так, что она будет похожа одновременно и на кембриджский подход к классической теории, и на кейнсианскую теорию, то есть:

$$M^d = f(y_p, \frac{i_e}{i_m}, \frac{\pi_e}{i_m}), \qquad (3.6)$$

где

y_p – постоянная часть реального дохода,

i_e – ожидаемый доход (процент) по неденежным активам (*expected interest on nonmonetary assets*),

π_e – ожидаемая инфляция (*expected inflation*),

i_m – процентная ставка.

Однако идеи, лежащие в ее основе, существенно иные. В отличие от кейнсианской теории монетаризм считает, что спрос на деньги зависит только от постоянного, а не от всего дохода; процентные ставки оказывают незначительное воздействие на спрос на деньги; цели спро-

са на деньги значения не имеют; функция спроса на деньги относительно постоянна, и рост предложения денег является критически важным для стабильного роста ВВП. Являясь современной разновидностью классической теории, монетаризм все же отличается от кембриджской теории тем, что полагает зависимость спроса на деньги только от постоянного, а не от всего дохода; при этом цели спроса на деньги и уровень процентной ставки значения не имеют.

Слабости монетаристской теории заключаются в трудностях количественной оценки: ее основной компонент – постоянный доход – можно только аппроксимировать имеющимися статистическими данными, но невозможно наблюдать непосредственно. Так, постоянный доход можно принять примерно равным определенной доле совокупного дохода или предположить примерно равным зарплатам, хотя многие люди имеют и другие постоянные источники дохода (рентные платежи, проценты по вкладам и т.п.).

Итак, существуют два основных подхода к вопросу о том, что определяет спрос на деньги: количественный (включающий классический, кембриджский и монетаристской варианты) и предпочтение ликвидности (включающий кейнсианский и неокейнсианский варианты). В соответствии с количественной моделью: спрос на деньги прямо пропорционален уровню дохода (номинальному ВВП); скорость обращения денег либо постоянна, либо предсказуема; уровень процентной ставки не влияет на спрос на деньги или влияет незначительно; предложение денег определяют совокупные расходы страны. В соответствии с моделью предпочтения ликвидности: спрос на деньги прямо пропорционален уровню дохода (реальному ВВП) и обратно пропорционален процентной ставке; скорость обращения денег непостоянна и плохо предсказуема; совокупные расходы страны определяются не столько предложением денег, сколько бюджетной политикой и частным потреблением.

2. ВЫЧИСЛЯЕМЫЕ МОДЕЛИ СПРОСА НА ДЕНЬГИ

В основе вычисляемых моделей спроса на деньги лежат следующие основополагающие положения:

- Спрос предъявляется на реальные деньги – количество товаров и услуг, которые можно приобрести за деньги.
- Спрос на реальные деньги не зависит от изменения уровня цен, а зависит только от изменения реальных переменных – реального ВВП, реальной процентной ставки, реального валютного курса.
- Номинальный спрос на деньги пропорционален изменению уровня цен.

Количественная модель

Классическая модель спроса на деньги, несмотря на все ее весьма сильные допущения, продолжает доминировать как практический инструмент оценки спроса на деньги, которым пользуются большинство ЦБ мира. Сила модели в ее простоте и в том, что для ее оценки требуется знать всего две переменные – номинальный ВВП и скорость обращения денег в предыдущий период. По сути, исходя из формулы 3.3, она предполагает прямую пропорциональность номинального дохода (Y) и спроса на деньги при постоянной скорости их обращения.

$$M^d = \frac{Y}{V} = \frac{yP}{V}, \qquad (3.7)$$

где

$Y = yP$ – номинальный уровень дохода;

V – постоянная скорость обращения денег.

Соответственно, всё, что требуется для осуществления программирования предложения денег в среднесрочной перспективе, – это оценить уровень номи-

нального дохода. Полагая скорость обращения неизменной и равной скорости обращения денег в прошлом году, как в последний период (три-четыре года), оценка спроса на деньги получается путем простого деления оценки дохода на скорость обращения денег.

Какой именно статистический показатель избрать в качестве показателя дохода, зависит от того, в какой из функций деньги используются наиболее часто в данной стране. Если деньги используются преимущественно для расчетов, то рационально использовать показатель расходов, такой как валовой национальный продукт (ВНП); если деньги воспринимаются в стране как актив, то лучше использовать показатель благосостояния, такой как валовой национальный располагаемый доход (ВНД). На практике, однако, номинальный ВВП нередко используется в обоих случаях.

ВВП – это поток (*flow*), тогда как спрос на деньги – запас, остаток (*stock*). Связать эти два типа переменных для вычисления скорости обращения можно многими способами, которые зависят от того, какое измерение частотности ВВП и денег избрать. В частности, различают следующие способы прогнозирования годового ВВП: сумма оценок ВВП на каждый из четырех кварталов; ВВП за один квартал, умноженный на 4; ВВП за месяц, умноженный на 12.

Существует также несколько способов вычисления скорости обращения денег. Наиболее часто используются следующие:

а. ВВП как сумма четырех кварталов, деленная на среднегодовой запас широких денег:

$$V_1^t = \frac{\sum_{i=t-3}^{t} Y_i}{\sum_{i=t-3}^{t} M_i \big/ 4}. \qquad (3.8)$$

б. ВВП как сумма четырех кварталов, деленная на запас денег на конец года:

$$V_2^t = \frac{\sum_{i=t-3}^{t} Y_t}{M_t}. \qquad (3.9)$$

в. ВВП за один квартал, умноженный на 4, деленный на запас денег на конец года:

$$V_3^t = \frac{4Y_t}{M_t}, \qquad (3.10)$$

где

V_t – скорость обращения денег в момент времени t;

Y_i – размер номинального ВВП в квартал i;

M_t – запас широких денег в момент времени t.

В странах со стабильной денежной системой изменения в скорости обращения денег будут очень близкими вне зависимости от используемой формулы. Однако в странах с высоким и сильно колеблющимся темпом роста денежной массы способ вычисления скорости обращения будет критически влиять на размер прогнозируемого предложения денег. Эти различия могут быть настолько велики, что, используя одну формулу, можно получить прогноз, показывающий рост скорости обращения, тогда как, используя другую на том же временно́м периоде данных, можно получить прогноз, показывающий сокращение скорости обращения. Если прогнозируемый рост номинального ВВП превышает рост денежной массы в последние годы, тогда оценка скорости обращения, основанная на среднем квартальном уровне денежной массы (3.8), приведет к более высокому прогнозу предложения денег по сравнению с оценкой скорости обращения, основанной на запасе денег на конец периода (3.9). И, соответственно, наоборот.

Выбор наиболее приемлемой формулы для оценки скорости обращения в конкретной стране должен основываться на анализе стационарности различных оценок скорости обращения на основе одного из эконометрических тестов стационарности временного ряда. Хоть стационарность является необходимым, но недостаточным условием и не всегда означает предсказуемость, нестационарность од-

нозначно означает непредсказуемость. Поскольку всеми признается, что скорость обращения денег непостоянна и может считаться таковой с большой натяжкой лишь в экономически очень стабильных странах, на практике при применении количественной модели для оценки спроса на деньги пытаются также оценить тренд и профиль изменения скорости обращения денег.

В самом простом случае необходимо посмотреть на примере предыдущих лет – растет или убывает скорость обращения и каким темпом. Если имеются поквартальные данные о ВВП, можно примерно установить сезонный профиль скорости обращения денег – обычно она возрастает к лету и большим праздникам, которые длятся долго (Рамадан), и убывает к зиме. Наиболее часто используемой формулировкой скорости обращения является первая – ВВП как сумма четырех кварталов, деленная на среднегодовой запас широких денег. Ее преимущества заключаются в том, что величина предложения денег более всего соответствует измерению ВВП как потока в течение четырех кварталов, резкие колебания предложения денег и их обычный рост к концу года не приводят к завышенной оценке предложения денег на конец года, сезонные колебания в спросе на деньги в течение года сглаживаются.

Слабости прикладного использования количественной модели заключаются в следующем:

• Количественную модель можно использовать только для оценки спроса на деньги на конец года. Вследствие того, что в большинстве стран номинальный ВВП не рассчитывается и тем более не прогнозируется на квартальной основе, поквартальная оценка спроса на деньги таким способом невозможна. В развитых и некоторых странах с переходной экономикой, где квартальный ВВП рассчитывается, спрос на деньги можно оценить поквартально, но сделать это на ежемесячной основе – что было бы наиболее ценно для практического проведения денежной политики – все равно невозможно. Механическое деление годового прогноза на 12 или квартального на 3 бесполезно и может только дезориентировать.

• Скорость обращения непостоянна и, более того, ее тренд нередко меняется в течение года с нисходящего на восходящий и наоборот. Чаще всего это зависит от изменения инфляционных ожиданий: если экономические агенты вдруг посчитают, что инфляция будет расти, скорость обращения денег неминуемо тоже увеличится. Если же правительство найдет способ убедить их в обратном – скорость обращения упадет. Поскольку такие колебания часто зависят от политических мотивов, сдвигов в общественном мнении и динамики мировых цен, их невозможно предсказать, используя экономические методы.

• На спрос на деньги действует множество других факторов, не улавливаемых количественной теорией вообще, прежде всего уровень процента, который держатель денег может получить при их вложении в альтернативные активы, а также оценка риска держания денег по сравнению с ценными бумагами, степень ликвидности альтернативных активов, государственная политика и прочие факторы.

Все это делает количественную теорию не более чем инструментом приблизительной оценки спроса на деньги – их запаса на конец года, для которого составляется макроэкономическая программа. Этот подход применим для страны с относительно низким уровнем инфляции (см. файл «Глава 3. Решение проблемы 3.1»).

Решение проблемы 3.1. Прогнозирование спроса на деньги в низкоинфляционной стране

Пусть на основе нижеприведенных данных требуется оценить спрос на деньги в России на конец 2001 г., используя количественную теорию денег. Номинальный ВНП оценен со стороны производства. В 2001 г. его рост программируется на уровне 20%.

Россия: прогнозирование спроса на деньги
(млрд. руб.)

	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.
Широкие деньги	23,9	68,5	151,3	192,4	298,3	342,8	526,8	879,3	
ВВП	171,5	610,7	1540,5	2145,7	2478,6	2696,4	4545,5	7269,9	8723,9
Скорость обращения денег	7,2	8,9	10,2	11,2	8,3	7,9	8,6	8,3	

Как видно, скорость обращения денег в прошлые годы не была постоянной. Как оценить ее в 2001 г.? Все зависит от принимаемых допущений и выносимого суждения о направлении развития событий в этом году на основе анализа всего комплекса происходящих экономических и политических событий.

Вариантов несколько:

• 2001 г. будет примерно таким же, как и 2000 г. Скорость обращения принимается за 8,3, и, поделив ВВП на это число, получаем спрос на широкие деньги к концу 2001 г. – 1055,6 млрд. руб.

• Можно, тем не менее, заметить, что скорость обращения денег колебалась вокруг 8 с 1997 г. Тогда в качестве гипотезы скорости обращения в 2001 г. можно принять среднее арифметическое 1977–2000 гг., которое по совпадению составит также 8,3 и даст примерно ту же оценку спроса на деньги – 1055,2 млрд. руб.

• Однако всем известно, что в 1998 г. российская экономика пережила кризис. По мере ее выздоровления инфляция должна сокращаться и скорость обращения денег падать, как это, собственно говоря, и стало происходить после 1999 г. Если полагать, что 2001 г. будет лучше, чем 2000 г., то скорость обращения должна сократиться. Насколько? Примерно настолько же, насколько она сокращалась в лучшие предкризисные годы, – такова новейшая динамика российской экономики. Поэтому можно предположить, что в 2001 г. скорость обращения сократится настолько, насколько она сокращалась в среднем в 1996–1998 гг. В 1997 г. она упала на 25%, а в 1998 г. – на 5%, поэтому сокращение скорости обращения на 15% в 2001 г. (т.е. до 7) можно считать неплохим прогнозом. Спрос на деньги в этом случае составит 1241,4 млрд. руб.

• Наконец, если новейшие данные свидетельствуют, что правительство проводит экспансионистскую экономическую политику и инфляция скорее всего возрастет, то падение скорости обращения в 2000 г. можно полагать незакономерным, тем более что оно было весьма незначительным. Напротив, тенденция должна быть к некоторому росту скорости обращения, например так, как это было в 1999 г., – примерно на 10%. В результате скорость обращения достигает 9,1, спрос на деньги падает до 959,2 млрд. руб.

Этот пример предполагает неизменность оценки ВВП в 2001 г., независимо от имеющихся допущений относительно скорости обращения денег. На самом деле оценка ВВП также должна изменяться, поскольку на нее влияют ожидаемые темпы инфляции. То есть, оценка спроса на деньги по количественной модели сильно зависит от допущений, принимаемых относительно скорости их обращения в прогнозируемом году. Эти допущения основаны на суждении, которое может быть как истинным, так и ложным.

В странах с высокой инфляцией прогнозирование спроса на деньги с помощью количественной модели должно быть видоизменено и базироваться на среднем значении запаса денег на каждый год (см. файл «Глава 3. Решение проблемы 3.2»). Используя среднее значение запаса денег, на конец года он будет равен

$$M^{end} = 2M^{average} - M^{beginning}. \quad (3.11)$$

Решение проблемы 3.2. Прогнозирование спроса на деньги в стране с высоким уровнем инфляции

При оценке спроса на деньги на Украине в 1993–2000 гг. расчет скорости обращения денег с использованием данных о запасах широких денег на конец периода приведет к неправильным результатам. В условиях высокой инфляции скорость обращения должна рассчитываться исходя из запаса денег на середину года.

Украина: прогнозирование спроса на деньги
(млн. гривен)

	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.
Широкие деньги (конец периода)	1,860	4,682	6,315	9,050	10,326	14,082	20,710	26,975
Широкие деньги (середина периода)	1,101	3,271	5,499	7,683	9,688	12,204	17,396	23,843
ВВП	12,038	54,516	81,519	93,365	102,593	127,126	165,264	206,580
Скорость обращения денег (конец периода)	6,5	11,6	12,9	10,3	9,9	9,0	8,0	7,7
Скорость обращения денег (середина периода)	10,9	16,7	14,8	12,2	10,6	10,4	9,5	8,7

Как видно, скорость обращения денег, рассчитанная двумя разными способами, весьма сильно различается. Скорость обращения на середину периода всегда выше, чем на конец периода, что связано с тем, что средний запас денег в течение года в условиях не спадающей инфляции всегда меньше, чем их запас на конец периода. Скорость обращения на конец периода стала замедляться с 1997 г., что обычно предполагает нисходящий тренд в инфляционной динамике, тогда как рассчитанная на середину периода скорость обращения стала замедляться с 1996 г. Это может быть и чисто механическим эффектом усреднения, но также может предполагать, что позитивные тенденции в инфляции начали проявляться со второй половины 1996 г.

Для расчета спроса на деньги в конце 2001 г. по данным о средней скорости их обращения необходимо сделать следующее:

1. Взять номинальный ВВП, рассчитанный с учетом оценки возможностей реального производства в 2001 г. и предполагаемого темпа инфляции. В нашем примере ВВП составляет 206,6 млрд. гривен, что предполагает его рост на 25% в номинальном выражении по сравнению с 2000 г.

Продолжение

2. Выбрать показатель средней скорости обращения – как и в примере 3.1, это делается в основном на основе суждения, основанного на добротной информации. Можно предположить, что она будет следовать тренду последних лет, взять ее среднее значение с тех пор, как она стала замедляться, наконец, предположить, что скорость обращения будет такой же, как и в 2000 г. Все варианты возможны – главное, чтобы избранный вариант соответствовал намечаемой макроэкономической политике в этом году и особенно поставленной инфляционной цели. Если предполагается сократить инфляцию, скорость обращения также должна убывать. В данном примере выбрана средняя скорость обращения 8,7 (процентное сокращение, равное сокращению скорости обращения в 2000 г.), что соответствует нисходящему тренду и намерению правительства сократить инфляцию.
3. Рассчитать средний запас денег в 2001 г., разделив ВНП на среднюю скорость обращения. В данном случае средний запас составит 23,8 млрд. гривен.
4. Рассчитать спрос на деньги (их запас) на конец года по формуле 3.8. Он составит 27,0 млрд. гривен.
5. Наконец, проверить соответствие тренда в скорости обращения, рассчитанной по данным на конец года с предполагаемым трендом на середину периода. Скорость обращения на конец года, полученная путем деления номинального ВНП на рассчитанный запас денег на конец года, должна также сокращаться. В нашем случае это так – скорость обращения в конце 2001 г. составляет 7,7, ниже, чем в конце 2000 г.

Функциональная модель

Ни одна из теорий спроса на деньги не выдержала полностью проверку временем и эмпирическими методами, поскольку отдельные их элементы невозможно оценить количественно. Например, в кейнсианской теории невозможно количественно определить, на какую часть денег предъявляется спрос для их использования соответственно в транзакционных, предупреждающих и спекулятивных целях, тогда как в монетаристской – вычленить постоянную часть дохода или точно определить ожидаемую инфляцию. Поэтому для оценки функции спроса на деньги на практике применяется своеобразный гибрид, который обобщает основные черты классической, кейнсианской и монетаристской теорий. К ним относятся:

- *Уровень цен (P).* Спрос на деньги пропорционален уровню цен. Чем выше инфляция и быстрее растут цены, тем больше денег необходимо, чтобы обслуживать экономику.
- *Реальный ВВП (y).* Спрос на деньги находится в прямой функциональной зависимости, но не обязательно пропорционален уровню реального ВВП. Чем больше реальный доход, тем больше сделок совершается в экономике и тем выше спрос на деньги.
- *Процентная ставка по неденежным активам (i_n).* Это показатель альтернативной стоимости денег. Рост процентной ставки на немонетарные активы (например, государственные облигации) находится в обратной функциональной зависимости, но не обязательно обратно пропорционален спросу на деньги.
- *Процентная ставка по денежным активам (i_m).* Денежными активами считаются в данном случае наличные деньги и депозиты до востребования. На наличные деньги процент не платится. В силу высокой ликвидности счетов до востребования процент, выплачиваемый по ним, может считаться доходом, на который можно рассчитывать, если держать наличные деньги. Чем выше этот процент,

тем выше спрос на деньги. Во многих странах процент по счетам до востребования не выплачивается, поскольку такие счета приравниваются к наличным деньгам. Если же это все-таки происходит, то он бывает значительно ниже, чем по другим видам счетов.

• *Ожидаемая инфляция* (π_e). Это еще один показатель альтернативной стоимости денег. Рост ожиданий инфляции означает, что активы, альтернативные деньгам, становятся более привлекательными, а спрос на деньги упадет. В то же время возможна и противоположная тенденция, поскольку изменение цен на товары, покупка которых может рассматриваться как альтернативная форма сбережений, влияет на спрос на деньги. Если экономические агенты считают, что товары, которые могут служить способом сбережения, подорожают в ближайшем будущем, спрос на деньги возрастет.

• *Валютный курс (r)*. При падении курса национальной валюты спрос на деньги увеличивается, поскольку экономическим агентам требуется больше национальной валюты для покупки того же количества иностранной валюты.

Различные виды процентных ставок в любой экономике обычно движутся в одном направлении. Поэтому в целях оценки спроса на деньги можно предположить, что существует усредненная процентная ставка *(i)*, которая выплачивается по немонетарным активам и представляет собой альтернативную стоимость денег. Процентной ставкой по денежным активам можно пренебречь.

Тем самым обобщенную и наиболее простую формулу *номинального* спроса на деньги можно записать следующим образом:

$$M^d = \underset{+}{P}\, f(\underset{+}{y},\ \underset{-}{i},\ \underset{+/-}{r}). \qquad (3.12)$$

Соответственно, исключив из роста широких денег рост цен, формула *реального* спроса на деньги составит:

$$\frac{M^d}{P} = f(y,\ i,\ r). \qquad (3.13)$$

В аналитических целях формулы 3.12 и 3.13 можно несколько развить, показав, что номинальная процентная ставка i состоит из реальной процентной ставки i_r и ожидаемого темпа инфляции π_e, то есть $i = i_r + \pi_e$, или

$$\frac{M^d}{P} = f(\underset{+}{y},\ \underset{-}{i_r + \pi_e},\ \underset{+/-}{r}). \qquad (3.14)$$

Из уравнения 3.14 следует, что реальный спрос на деньги может сократиться либо в результате роста реальной процентной ставки, либо ожидаемой инфляции: при любом постоянном ожидаемом уровне инфляции рост реальной процентной ставки увеличивает номинальную процентную ставку и сокращает спрос на деньги; аналогично, при любой постоянной реальной процентной ставке рост ожидаемой инфляции увеличивает номинальную процентную ставку и сокращает спрос на деньги.

Факторы спроса на деньги

Разумеется, теоретически признается, что уровень спроса на деньги зависит также от множества других параметров, таких как уровень благосостояния страны, сравнительный риск хранения сбережений в деньгах и в альтернативных неденежных активах, степень ликвидности альтернативных активов, уровень развития платежных технологий (табл. 3.2). Этот список можно легко продолжить. Однако воздействие ни одного из этих факторов невозможно сколько-нибудь точно оценить с помощью эконометрических методов, и поэтому в лучшем случае влияние всех их передается через константу в эконометрически оцененной функции спроса на деньги. Соответственно, в оценку спроса на деньги в процессе его программирования вносится поправка, основанная на суждении.

Такое суждение должно основываться на четком понимании того, в каком направлении изменения основных факторов влияют на спрос на деньги.

Таблица 3.2. Факторы, определяющие спрос на деньги

Рост фактора	Воздействие на спрос на деньги	Причина
Текущей инфляции	+	При росте уровня цен количество денег, нужное для обслуживания операций в экономике, растет
Реального ВНП	+	Рост реального дохода означает увеличение объема сделок, для обслуживания которых требуется больше денег
Номинальной процентной ставки по неденежным активам	–	Возникает стимул держать сбережения в виде инвестиций в ценные бумаги, а не в виде денег, что сокращает спрос на деньги
Реальной процентной ставки	–	Возрастает доходность активов, альтернативных деньгам, что уменьшает спрос на деньги
Номинальной процентной ставки по денежным активам	+	Возникает стимул держать сбережения в виде депозитов до востребования, что увеличивает спрос на деньги
Ожидаемой инфляции	–	Рост ожиданий инфляции означает, что активы, альтернативные деньгам, становятся более привлекательными, а спрос на деньги падает
Риска вложений в немонетарные активы	+	Рост рискованности прочих активов делает деньги более привлекательными
Ликвидности немонетарных активов	–	Улучшение ликвидности прочих активов делает их более привлекательными относительно денег
Улучшения платежных технологий	–	Распространение безналичных платежей, кредитных и дебетовых карточек и банковских трансфертов позволяет держать меньше денег, сокращая спрос на них

Эластичность спроса на деньги

Если считать, что спрос на деньги зависит от трех основных исчисляемых компонентов – инфляции, реального ВВП и процентной ставки, – необходимо определить, в какой степени изменение каждого из них влияет на изменение спроса на деньги. Проще говоря, определить, что сильнее увеличивает спрос на деньги – рост инфляции, рост реального ВВП или сокращение процентной ставки.

@ *Эластичность спроса на деньги (money demand elasticity)* – величина, показывающая соотношение процентного изменения спроса на деньги к процентному изменению каждого из определяющих его факторов (Ф) при условии неизменности остальных факторов.

$$E = \frac{\dfrac{\Delta M^d}{M}}{\dfrac{\Delta \Phi}{\Phi}}. \qquad (3.15)$$

Эластичность точнее всего выражается через производные, поскольку спрос на деньги изменяется незначительно в зависимости от изменения каждого из компонентов, его определяющих. Размер эластичности зависит от спецификации оцениваемой функции. Применительно к спросу на деньги рассматриваются следующие виды эластичности (табл. 3.3).

Таблица 3.3. Типы эластичности спроса на деньги

Тип эластичности	Формула	Диапазон возможных значений
По уровню цен	$\varepsilon_{M^d P} = \frac{\partial M^d}{\partial P} \times \frac{P}{M^d}$	$\left\|\varepsilon_{M^d P}\right\| \approx 1$ (3.16)
По реальному ВВП	$\varepsilon_{M^d y} = \frac{\partial M^d}{\partial y} \times \frac{y}{M^d}$	$0 < \left\|\varepsilon_{M^d y}\right\| < 2$ (3.17)
По проценту на неденежные активы	$\varepsilon_{M^d i_n} = \frac{\partial M^d}{\partial i_n} \times \frac{i_n}{M^d}$	$0 < \left\|\varepsilon_{M^d i_n}\right\| < 1$ (3.18)
По проценту на денежные активы	$\varepsilon_{M^d i_m} = \frac{\partial M^d}{\partial i_m} \times \frac{i_m}{M^d}$	$\left\|\varepsilon_{M^d i_m}\right\| \approx 0$ (3.19)
По обесценению валютного курса	$\varepsilon_{M^d r} = \frac{\partial M^d}{\partial r} \times \frac{\partial_r}{M^d}$	$0 < \left\|\varepsilon_{M^d r}\right\| < 1$ (3.20)

Как подтверждено многими исследованиями, спрос на номинальные деньги в большинстве стран имеет унитарную эластичность к уровню цен: рост инфляции на 1% в подавляющем большинстве случаев ведет к росту спроса на деньги тоже примерно на 1%. Спрос на деньги можно примерно считать линейно гомогенной функцией уровня цен.

Эластичность спроса на деньги по отношению к реальному доходу в подавляющем большинстве случаев составляет 0,6–0,8, но изредка может доходить до 1. Тем самым рост реального дохода, который измеряется через ВВП, на 1% ведет к росту спроса на деньги на несколько меньшую величину – на 0,6–0,8%.

В большинстве стран эластичность спроса на деньги по отношению к процентной ставке на неденежные активы, как правило, составляет незначительную отрицательную величину порядка –0,1 или –0,2. Это предполагает, что рост процентной ставки на 1% сокращает спрос на деньги в значительно меньшей степени – на 0,1–0,2%.

Спрос на деньги во многих странах (но не везде) практически полностью неэластичен к проценту, выплачиваемому на денежные вклады (депозиты до востребования), поскольку уровень такого процента незначителен. Им можно пренебречь. Оценки эластичности спроса на деньги в соответствии с изменением валютного курса и ожидаемой инфляцией товарных цен обычно специфичны для каждой конкретной страны.

Эластичность спроса на деньги по обесценению валютного курса обычно существенна и составляет 0,4–0,6. Однако обесценение курса само может быть следствием экспансионистской денежной политики и поэтому оценка эластичности не является оценкой направления казуальности.

Итак, с помощью количественной и функциональной моделей спроса на деньги можно дать оценку этого спроса до конца текущего и на следующий год. Количественная модель, несмотря на существенные изъяны, часто используется для приблизительной оценки потенциаль-

ного спроса на деньги в будущий период. Функциональная модель прагматически ставит спрос на деньги в некоторую функциональную зависимость от очевидных факторов – уровня цен, реального ВНП, процентных ставок, ожидаемой инфляции и валютного курса. Спрос на деньги должен увеличиваться при росте цен, реального ВВП, процентной ставки по монетарным активам и обесценении валютного курса. Размеры влияния каждого из факторов зависят от эластичности спроса.

3. ЭКОНОМЕТРИЧЕСКОЕ МОДЕЛИРОВАНИЕ СПРОСА НА ДЕНЬГИ

Наиболее глубокие исследования эконометрического моделирования спроса на деньги сделаны Н. Эрикссоном, экономистом Федеральной резервной системы США[1], и Д. Хендри, профессором Оксфордского университета[2], на примере Великобритании, США и Австралии, где имеется детальная и надежная статистика, позволяющая учитывать все основные параметры функции спроса на деньги. Их публикации могут служить методологической основой для моделирования спроса на деньги в других странах.

Эконометрическое моделирование спроса на деньги исходит из важного допущения о том, что денежный рынок всегда находится в равновесии – наблюдаемый спрос на деньги равен их предложению. Существующая статистика запасов денег на конец периода, взятая из баланса ЦБ, отражает существовавшее в прошлом предложение денег, а не спрос на них. Используя эконометрически оцененную функцию спроса на деньги для их прогнозирования на конец следующего периода, опять-таки предполагается, что и в будущем денежный рынок будет находиться в состоянии равновесия. Это сильное, но неизбежное допущение, поскольку в действительности, особенно в течение года, спрос на деньги может отклоняться от их предложения. Связанные с таким допущением сложности частично удается решить с помощью динамических моделей спроса на деньги, особенно моделей корректировки ошибок.

Моделирование спроса на деньги, как и любой другой макроэкономической переменной, подразумевает последовательность шагов. Далее изложены рекомендации и проблемы, требующие специального внимания именно при моделировании спроса на деньги.

Статическая спецификация

Из описанной выше функциональной модели спроса на деньги вытекает ее форма, которая может быть количественно оценена с использованием имеющихся в распоряжении современных экономистов эконометрических методов. Наиболее общей является следующая формула:

$$M^d = f(P,\ y,\ i_m,\ i_n,\ \pi_e,\ r_e), \qquad (3.21)$$

где

M^d – спрос на деньги,

P – уровень цен,

y – реальный ВВП (переменная масштаба),

i_m – процент на денежные активы,

i_n – процент на неденежные активы,

π_e – ожидаемый уровень инфляции на товары, которые рассматриваются как альтернатива деньгам,

r_e – ожидаемое изменение курса национальной валюты.

В соответствии с теорией предполагается, что функция спроса на деньги должна возрастать по P, y, i_m, но убывать по i_n и π_e . Функция r_e должна расти, если курс падает, и убывать, если курс растет.

[1] Ericsson N.R. Empirical modeling of money demand // *Empirical Economics.* – 1998. – No. 23. – P. 295–315.

[2] Ericsson N.R., Hendry D.F., Prestwich K.M. The demand for broad money in the United Kingdom, 1978–1993 // *Scandinavian Journal of Economics*. – 1998. – No. 1. – P. 289–324.

Обе статьи доступны в интернете. См. компьютерное приложение.

Функция спроса на деньги оценивается обычно в линейно-аддитивной, линейно-логарифмической или линейно-неаддитивной форме. Наиболее часто используется линейно-логарифмическая форма, в которой все переменные, кроме процентных ставок, входят в функцию в логарифмической форме. Логарифмирование переменных позволяет интерпретировать оцененные коэффициенты как соответствующие эластичности, упрощает линеаризацию (т.е. превращение в линейное уравнение путем логарифмирования) неаддитивных функций, но не позволяет работать с переменными, которые могут иметь отрицательные значения. Поэтому переменные в логарифмической функции спроса на деньги с отрицательными значениями в течение исследуемого периода должны включаться в уравнение в номинальной форме, а не в форме логарифма.

Функция может оцениваться как спрос на номинальные деньги в виде

$$M^d = \alpha_0 + \alpha_1 P + \alpha_2 y + \alpha_3 i_m + \\ + \alpha_4 i_n + \alpha_5 \pi_e + \alpha_6 r_e + \varepsilon, \qquad (3.22)$$

где α_i, $i = (0, 1, \ldots 6)$ – соответствующие эластичности, если переменные выражены в логарифмах, или просто коэффициенты, если переменные выражены в уровнях, а ε – случайная величина.

Функция может также оцениваться в логарифмической форме как спрос на реальные деньги в виде

$$M^d - P = \alpha_0 + \alpha_2 y + \alpha_3 i_m + \\ + \alpha_4 i_n + \alpha_5 \pi_e + \alpha_6 r_e + \varepsilon, \qquad (3.23)$$

где предполагается, что $\frac{M^d}{P} = M^d$ в уравнении 3.14, поскольку предполагается $P = 1$, то есть что спрос на деньги пропорционален уровню цен. Следовательно, $P = 0$ в уравнении 3.23, поскольку $\ln 1 = 0$, то есть в долгосрочной перспективе спрос на реальные деньги не зависит от цен, а спрос на номинальные деньги пропорционален изменению цен.

Ожидаемые значения и знаки коэффициентов: $\alpha_2 = 1$ (количественная теория денег), $\alpha_2 = 0{,}5$ (неокейнсианская теория Тобина–Баумоля) или $\alpha_2 > 0$ (монетаристская теория); $\alpha_3 \geq 0$; $\alpha_4 \leq 0$; $\alpha_5 \leq 0$ и $\alpha_6 \leq 0$, если курс укрепляется и $\alpha_6 \geq 0$, если курс обесценивается. Важно заметить, что коэффициенты могут быть статистически неотличимыми от нуля, тогда можно полагать, что соответствующий фактор не оказывает значимого воздействия на спрос на деньги и может быть опущен из уравнения. При эконометрической оценке может также получиться, что статистически $\alpha_3 = -\alpha_4$, то есть коэффициенты на процентную ставку по денежным и неденежным активам равны, но имеют противоположный знак. В этом случае можно оценить $\alpha_{3,4}(i_m - i_n)$, где разность процентных ставок в скобках может быть экономически интерпретирована как альтернативная стоимость денег.

Исходя из формулы 3.23, спрос на реальные деньги коррелирует положительно с уровнем дохода и собственной процентной ставкой и обратно пропорционален доходу на альтернативные деньгам активы, ожидаемому уровню инфляции и росту курса национальной валюты.

Поскольку в правой части уравнения довольно много независимых переменных, часть которых может не быть важной в условиях конкретной страны, необходимо осуществлять спецификацию модели путем движения от общего к частному – от наиболее широкой спецификации, включающей максимальное количество переменных, к наиболее эмпирически эффективной спецификации, которая оставит в уравнении только те переменные, которые непосредственно влияют на спрос на деньги в конкретной стране. Последовательные упрощения, которые характерны для моделей спроса на деньги, следующие:

- от переменных типа I(1), нуждающихся во взятии разностей[1] для достиже-

[1] В русском языке нет термина для обозначения слова «differencing», который не может переводиться в данном случае как дифференцирование, поскольку имеет иное устоявшееся значение в теории дифференциальных исчислений.

ния стационарности, к переменным типа I(0), не нуждающимся во взятии разностей путем нахождения стационарного коинтеграционного вектора между индивидуально нестационарными переменными;

- от системы уравнений, моделирующих отдельные компоненты спроса на деньги, к одному уравнению на основе свойства слабой экзогенности параметров;
- от двух процентных ставок к спрэду (разнице) процентных ставок;
- от большего к меньшему количеству лагов;
- от многих нетрансформированных независимых переменных к меньшему числу трансформированных переменных.

Динамическая спецификация

Спецификация 3.23 статична, поскольку не учитывает развитие переменных в прошлом. Спецификация динамической модели спроса на деньги вносит временной элемент в ее оценку и позволяет точнее уловить исторический тренд. Введение динамической спецификации означает необходимость выбрать между моделями частичной корректировки и корректировки ошибок.

Модель частичной корректировки, МЧК (partial adjustment model, PAM)[1] – расширение стандартной модели спроса на деньги за счет введения различия между действительным и желаемым объемом денег и механизмом достижения желаемого объема денег.

Упрощая формулу 3.23 и представляя действительный спрос на деньги в момент времени m_t^*, t как m_t^d, желаемый запас денег в долгосрочной перспективе как m_t^{d*} или просто y_t, как переменную размера (показатель дохода) и i_t, как агрегированный показатель альтернативной стоимости денег, функцию спроса на деньги в логарифмической форме можно записать как

$$m_t^* = \alpha_0 + \alpha_2 y_t + \alpha_3 i_t + \varepsilon. \qquad (3.24)$$

Если денежный рынок находится в изначальном равновесии, то любое изменение в одной из независимых переменных выведет его из равновесия. В результате действительный спрос на деньги отклонится от желаемого. Но в долгосрочной перспективе должна произойти корректировка, в результате которой действительный и желательный спрос на деньги вновь совпадут, и равновесие на денежном рынке восстановится. Считается, что экономические агенты, производя изменения в спросе на деньги, минимизируют свои издержки, в том числе по корректировке, которые они несут из-за отсутствия равновесия. Минимизация издержек по корректировке математически выражается в минимизации квадрата разности действительного спроса на деньги и спроса на них на один период в прошлом, то есть min $(m_t - m_{t-1})$. Минимизация издержек, возникающих из-за отсутствия равновесия на денежном рынке, представляется как минимизация квадрата разности действительного и желаемого запасов денег в один и тот же период, то есть $\min(m_t - m_t^*)^2$.

В соответствии с логикой МЧК, из-за издержек, которые держатели денег должны нести для того, чтобы скорректировать портфели своих активов, корректировка действительного спроса на деньги к желаемому происходит только частично, то есть

$$m_t - m_{t-1} = d\,(m_t^* - m_{t-1}), \qquad (3.25)$$

где d – коэффициент частичной корректировки ($0 < d < 1$). Чем ближе он к 1, тем ближе реальный спрос на деньги к ожиданиям экономических агентов; чем

[1] В модели частичной корректировки не наблюдаемой переменной является результирующий признак и предполагается, что абсолютное изменение его фактического уровня представляет собой некоторую долю от его ожидаемого изменения.

[2] Goldfeld S.M. The demand for money revisited // Brookings Papers on Economic Activity. – 1973. – Vol. 3. – P. 577–646. Статья доступна в Интернете. См. компьютерное приложение.

ближе d к 0, тем меньше реальное изменение спроса на деньги соответствует его ожидаемому изменению.

Подставляя значение m_t^* из уравнения 3.20 в уравнение 3.25, можно получить следующее развернутое уравнение МЧК спроса на деньги:

$$m_t = d\alpha_0 + (1 - d)m_{t-1} + d\alpha_2 y_t + d\alpha_3 i_t. \quad (3.26)$$

Учитывая, что все переменные выражены в логарифмической форме, интерпретация коэффициентов в уравнении 3.26 будет следующей:

α_2 – долгосрочная эластичность спроса на деньги по отношению к доходу. В развитых странах она составляет порядка 0,6;

$d\alpha_2$ – краткосрочная эластичность спроса на деньги по отношению к доходу. В развитых странах она составляет порядка 0,1;

α_3 – долгосрочная эластичность спроса на деньги по отношению к альтернативной стоимости денег. В развитых странах она составляет порядка –0,3;

$d\alpha_3$ – краткосрочная эластичность спроса на деньги по отношению к альтернативной стоимости денег. В развитых странах она составляет порядка –0,05.

Оцененные в развитых странах на основе МЧК долгосрочные эластичности спроса на деньги по процентной ставке составляют порядка –0,3, тогда как краткосрочные – значительно ниже, около –0,05. Краткосрочная эластичность спроса на деньги по спросу на них на один период раньше при этом равна ($0 < 1 - d < 1$).

Заменив коэффициенты, получаем сокращенную запись МЧК спроса на деньги, которая отличается от статической спецификации 3.23 только тем, что деньги с одним лагом непосредственно включены в число независимых переменных

$$m_t^d = \beta_0 + \beta_1 m_{t-1} + \beta_2 y_t + \beta_3 i_t. \quad (3.27)$$

Уравнение 3.27 специфицировано как спрос на реальные деньги. Это в логарифмической форме означает, что $m_t^d = M_t^d - P_t$. Значит, лаговый термин должен быть специфицирован как $m_{t-1} = M_{t-1} - P_{t-1}$. В то же время возможна оценка МЧК и как модели спроса на номинальные деньги. В этом случае лаговый термин специфицируется как $m_{t-1} = M_{t-1} - P_t$. Развернутая МЧК спроса на деньги аналогична 3.23, так как учитывает все компоненты альтернативной стоимости денег. В результате получается, что:

$$m_t^d - P_t = \beta_0 + \beta_1(M_{t-1} - P_t) + \beta_2 y_t + \beta_3 i_t^m + \beta_4 i_t^n + \beta_5 \pi_t^e + \beta_6 r_t^e + \varepsilon_t. \quad (3.28)$$

Это наиболее общая формула. Если $\beta_5 = 0$, то уравнение 3.28 превращается в МЧК спроса на реальные деньги; если $\beta_5 = -\beta_1$, она становится МЧК спроса на номинальные деньги.

Модель частичной корректировки имеет явные ограничения: значение спроса на деньги, включенного в состав независимых переменных с лагом, обычно сильно коррелирует с зависимой переменной и от него зависит большая часть объясняющей способности оцененного уравнения. Динамическая структура МЧК примитивна, ограничена одним лагом, одной независимой переменной и опускает лаговые значения других независимых переменных, что может привести к неверной спецификации в результате пропуска экономически значимых величин независимых переменных. Наконец, низкие значения краткосрочных эластичностей по сравнению с долгосрочными свидетельствуют о необходимости достаточно продолжительного периода для приведения действительного спроса на деньги в соответствие с желаемым спросом, что на практике происходит весьма быстро.

Модель корректировки ошибок, (error-correction model, ECM)[1] – предусматривает расширение стандартной модели

[1] Класс эконометрических моделей, в которых текущие изменения результирующей переменной зависят от ее отклонения от долгосрочного равновесного значения в предшествующий период.

Решение проблемы 3.3. Динамическая модель спроса на деньги[1]

Данные: ежегодные данные за 1871–1993 гг. Данные уникальны тем, что ни в одной другой стране нет статистики, позволяющей оценить спрос на деньги на основе более чем столетнего периода наблюдений.

Спецификация: уравнение 3.23. Все переменные в логарифмической форме, кроме процентных ставок, включенных в уравнение в уровнях. Деньги определены как широкие деньги M2. Поскольку композиция M2 многократно пересматривалась в течение столетнего периода, все данные по этой серии приведены к определению, использовавшемуся в 1969–1971 гг.

Проверка стационарности: все данные в уровнях нестационарны, то есть I(1). Более того, деньги и цены остаются нестационарными и при их первой дифференциации, то есть возможно, что они I(2). В целях исследования все временные серии рассматривались как I(1), которые становятся стационарными при их дифференциации один раз.

Оцененная модель

$$\Delta(m-p)_t = \underset{(2,5)}{0{,}005} + \underset{(6,42)}{0{,}45}\,\Delta(m-p)_{t-1} - \underset{(-2,3)}{0{,}10}\,\Delta^2(m-p)_{t-2} - \underset{(-8,57)}{0{,}60}\,\Delta p_t + \underset{(5,57)}{0{,}39}\,\Delta p_{t-1} - \underset{(-3,5)}{0{,}021}\,\Delta i_t^s -$$
$$- \underset{(-2,7)}{0{,}062}\,\Delta^2 i_t^l - \underset{(-3,8)}{2{,}54}(ECT_{t-1} - 0{,}2)ECT_{t-1}^2 + \underset{(5,3)}{3{,}7}(D_1 + D_3)_t,$$

где все переменные те же, что и в формуле 3.19, кроме i_t^s и i_t^l, которые обозначают процентные ставки по краткосрочным и долгосрочным активам; ECT_t – это показатель корректировки ошибок. Он равен $ECT_t = (m - p - i) = -0{,}310 - 7{,}00r_t^s$, D_1 и D_3 – фиктивные импульсные переменные, отмечающие период Второй мировой войны и реформы в денежной сфере, которые могли повлиять на спрос на деньги.

Характеристики модели: количество наблюдений $T = 93$ [1878 – 1970]; $R^2 = 0{,}87$, $DW = 1{,}82$; t-статистика в скобках. Все коэффициенты статистически значимы на 5%-ном и 1%-ном уровне.

Интерпретация: изменение спроса на реальные деньги в Великобритании в текущем году положительно и существенно зависит от изменения спроса на реальные деньги в прошлом году; отрицательно и несущественно – от изменения спроса на реальные деньги в позапрошлом году; отрицательно и существенно – от инфляции в текущем и положительно и менее существенно – от инфляции в прошлом году; отрицательно и несущественно – от текущих процентных ставок по краткосрочным и долгосрочным неденежным активам; 2,5% отклонения краткосрочного спроса на реальные деньги от его долгосрочного значения корректируется ежегодно; спрос на реальные деньги также зависит от шоков, связанных со Второй мировой войной, а также крупными финансовыми нововведениями, осуществленными в течение 93 анализируемых лет.

[1] Ericsson N.R., Hendry D.F. An econometric analysis of UK money demand // *American Economic Review*. – 1991. – Vol. 81. – No. 1. – P. 8–38. Отдельные временные серии, использованные для этой модели, доступны через Интернет по адресу http://hicks.nuff.ox.ac.uk/users/hendry. См. компьютерное приложение.

спроса на деньги за счет введения различия между краткосрочными эффектами (первые разности переменных) и долгосрочными эффектами (лаговые значения переменных) и определения механизма достижения долгосрочного равновесия на основе коинтеграционной процедуры Йохансена (*Johansen cointegrating procedure*)[1].

Это наиболее гибкая динамическая модель, которая позволяет включать в качестве независимых переменных любое число их лагов, первых разностей и трансформаций зависимой переменной и т.п. и эмпирически установить спецификацию модели, которая лучше всех имитирует процесс генерации данных. При том, что единственным ограничением является количество степеней свободы, которые критически зависят от длины временных серий.

Наиболее простая формулировка МКО спроса на деньги, связывающая реальный спрос на деньги только с изменением процентной ставки, может быть записана как

$$\Delta m_t = \alpha + \beta_0 \Delta i_t + \gamma\,(m_{t-1} - \delta i_{t-1}) + \varepsilon_t, \quad (3.29)$$

где

$\beta_0 \Delta i_t$ – краткосрочный эффект,

β_0 – краткосрочная эластичность спроса на деньги по процентной ставке,

$\gamma\,(m_{t-1} - \delta i_{t-1})$ – эффект отклонения от равновесия,

γ – коэффициент скорости восстановления равновесия,

δ – долгосрочная эластичность спроса на деньги по процентной ставке.

Для оценки используется процедура Йохансена по определению коинтеграции между переменными в наиболее общей формулировке спроса на деньги, такой как 3.23 (см. «Глава 3. Решение проблемы 3.3»).

Спецификация для стран с высокой инфляцией

В странах с высокой инфляцией, и особенно с гиперинфляцией, превышающей 50% в год, статическая и динамическая спецификации функции спроса на деньги могут не сработать при ее эмпирическом анализе. В период гиперинфляции большие колебания цен полностью затмевают относительно незначительные по масштабу колебания переменных дохода и процентной ставки и становятся определяющими в спросе на реальные деньги. Впервые этот эффект был подмечен американским экономистом Филиппом Каганом в 50-х гг.[2] и развит другим американским экономистом, Марком Тейлором, в начале 70-х гг.[3]

Формула для высокоинфляционной спецификации может быть получена непосредственно из формулы 3.23. Считая, что все остальные коэффициенты статистически не отличимы от нуля, функция спроса на деньги приобретает следующий вид:

$$m_t = \alpha_0 + \alpha_5 \pi^e_{t+1} + \varepsilon_t, \quad (3.30)$$

где

α_0 – коэффициент, отражающий влияние на спрос на деньги всех остальных факторов, кроме инфляции,

α_5 – эластичность спроса на деньги по инфляции,

π^e_{t+1} – ожидаемая инфляция в следующий период,

ε_t – случайная величина.

[1] Последовательность выполнения эконометрических тестов, позволяющих определить число коинтеграционных векторов в группе временны́х рядов и оценить функцию максимального правдоподобия этих векторов и векторов скорости корректировки. Подробнее о модели корректировки ошибок и процедуре Йохансена см.: Экономический журнал ВШЭ. – 2003. – № 1 и по адресу: http://library.hs.e.ru/c.resources.

[2] Cagan P. The Monetary Dynamics of Hyperinflation. In: *Studies in Quantity Theory of Money* / Ed. by M. Friedman. – Chicago: University of Chicago Press, 1956. – P. 25–117.

[3] Taylor M. The Hyperinflation Model of Money Demand Revisited // *Journal of Money, Credit, Banking*. – 1991. – No. 3. – P. 327–351.

Обе статьи доступны в Интернете. См. компьютерное приложение.

Ожидаемая и действительная величины инфляции в следующий период различаются только на ошибку прогноза h_{t+1}, то есть

$$\eta_{t+1} = \pi_{t+1} - \pi^e_{t+1}. \quad (3.31)$$

Откуда ожидаемая инфляция в следующий период составляет

$$\pi^e_{t+1} = \pi_{t+1} - \eta_{t+1}, \quad (3.32)$$

где

π_{t+1} – действительная инфляция в следующий период.

Подставляя уравнение 3.28 в уравнение 3.26, получаем:

$$m^d_t = \alpha_0 + \alpha_5\pi_{t+1} - \alpha_5\eta_{t+1} + \varepsilon_t. \quad (3.33)$$

Теперь, обозначив новый случайный член $\nu_t = \varepsilon_t - \alpha_5\eta_{tt+1}$, получим спецификацию спроса на деньги в странах с высокой инфляцией:

$$m^d_t = \alpha_0 + \alpha_5\pi_{t+1} + \nu_t. \quad (3.34)$$

Формула (3.34) говорит, что в условиях высокой инфляции спрос на реальные деньги представляет собой функцию от действительной наблюдаемой инфляции в следующий период, например спрос на деньги в мае прошлого года зависел от инфляции в июне, а спрос на деньги в 2000 г. зависел от уровня инфляции в 2001 г. Спрос на деньги и инфляция в последующий период выражаются в логарифмической форме. Используя процедуру Йохансена, высокоинфляционная спецификация может быть признана корректной, если и m^d_t и π_{t+1} являются интегрированными переменными одного порядка, скажем I(1), и будет найден хотя бы один стационарный коинтеграционный вектор, связывающий их между собой. Этот коинтеграционный вектор будет представлять собой функцию спроса на деньги.

Спецификация функции спроса на деньги в странах с высокой инфляцией, относительно открытой экономикой и плавающим валютным курсом может быть эконометрически оценена с учетом изменения валютного курса r_{t+1} как

$$m^d_t = \alpha_0 + \alpha_5\pi_{t+1} + \alpha_6 r_{t+1} + \nu_t. \quad (3.35)$$

Теоретическое основание для такой спецификации заключается в том, что в условиях плавающего валютного курса страна не имеет самостоятельной денежной политики и спрос на деньги удовлетворяется как изнутри страны, так и из-за рубежа. Поэтому обесценение валютного курса должно быть включено в уравнение как показатель альтернативной стоимости национальной валюты.

Ожидаемые знаки коэффициентов: $\alpha_5 < 0$, чем выше ожидаемая инфляция, тем ниже спрос на реальные деньги; $\alpha_6 > 0$, чем быстрее обесценение национальной валюты, тем выше спрос на деньги (см. «Глава 3. Решение проблемы 3.4»).

Решение проблемы 3.4. Россия: Модель спроса на деньги в период высокой инфляции, 1992–1994 гг.

Модель Кагана спроса на деньги в условиях высокой инфляции была применена к России, где в начале 1992 г. цены на 90% потребительских товаров были освобождены от государственного контроля. В результате существенного денежного навеса цены в последующий период росли примерно на 16% в месяц и близко коррелировали с ростом предложения денег. Это дало основание проверить гипотезу, что спрос на деньги зависит от ожидаемой инфляции[1].

[1] Choudhry T. Another visit to the Cagan model of money demand: the latest Russian experience // *Journal of International Money and Finance (U.K.)*. – Vol. 17. – 1998. – Apr. – P. 355–376. Статья доступна в Интернете. См. компьютерное приложение.

Продолжение

Данные: месячные за январь 1992 – сентябрь 1994, логарифм индексов.

Переменные: реальные широкие деньги, определенные как сумма наличных в обращении и депозитов в рублях и дефлированные индексом потребительских цен (ИПЦ); инфляция – ИПЦ; валютный курс рубля к доллару.

Проверка стационарности. ADF-тест показал, что все переменные в уровнях нестационарны и имеют по крайней мере один единичный корень, тогда при дифференциации они становятся стационарными.

Спецификация: формула 3.36.

Коинтеграция. Нестационарность в уровнях может означать наличие стационарного коинтеграционного вектора. Процедура Йохансена указала на отсутствие коинтеграции между реальными деньгами и инфляцией в тесте VAR с 4 лагами. Добавление обесценения валютного курса к числу независимых переменных позволило найти по крайней мере один коинтеграционный вектор.

Нормализация. Нормализация коинтеграционного вектора к 1 по реальным деньгам заключалась в делении коэффициентов при всех переменных на коэффициент, полученный в коинтеграционном векторе при переменной спроса на реальные деньги. Полученные таким образом полуэластичности спроса на деньги с учетом уровня инфляции и обесценения валютного курса были представлены как полные эластичности путем умножения нормализованного коэффициента при каждой из них на среднее значение инфляции и обесценения валютного курса и деления каждого произведения на 100. В результате получилось следующее уравнение, которое может быть интерпретировано как спрос на реальные деньги:

$$m_t^d = -3{,}03\Delta\pi - 1{,}23\Delta r. \qquad (3.36)$$

Тестирование: все коэффициенты статистически отличны от нуля на 1%-ном уровне значимости. Статистическая значимость коэффициента при обесценении валютного курса свидетельствует о существенной долларизации российской экономики в течение данного периода.

Интерпретация коинтеграционной модели: спрос на реальные деньги обратно пропорционален ожидаемой инфляции – рост инфляции на 1% сокращает спрос на реальные деньги на 3,03% (т.е. инфляционный компонент спроса на номинальные деньги растет на 3,03%); спрос на реальные деньги также обратно пропорционален обесценению валютного курса – падение курса на 1% сокращает спрос на реальные деньги на 1,23%. Абсолютное значение эластичности спроса на деньги в условиях ожидаемой инфляции почти в три раза выше абсолютного значения эластичности при обесценении валютного курса. Это означает, что ожидаемая инфляция является определяющим фактором в спросе на деньги.

Модель корректировки ошибок. Вычислив показатель корректировки ошибок (*error – correction term, ECT*), как (m–p–i), выразив остаток из ненормализованного коинтеграционного уравнения и выбрав правильное число лагов для каждой переменной на основе Akaike-критерия, удалось, используя ECM-модель, определить следующее взаимодействие между краткосрочными и долгосрочными факторами, влияющими на предложение денег:

$$\Delta m_t^d = \underset{(1{,}62)}{0{,}0683} + \underset{(1{,}54)}{0{,}271}\Delta m_{t-1} - \underset{(-0{,}48)}{0{,}280}\Delta\pi_{t-1} + \underset{(0{,}73)}{0{,}096}\Delta r_{t-1} + \underset{(2{,}47)}{0{,}330}\Delta r_{t-2} - \underset{(-1{,}98)}{0{,}0185}ECT_{t-1} \qquad (3.37)$$

Продолжение

По t-статистике, указанной в скобках под каждым коэффициентом, видно, что только коэффициенты при Δr_{t-2} и ECT_{t-1} статистически значимы на 5 и 10%-ном уровнях соответственно. Для этого уравнения 3.35 R^2 = 0,34; SSR = 0,15; $S.E.$ = 8,7%. Хотя и объясняющая способность уравнения невысока, оно проходит все диагностические тесты на миссспецификацию.

Интерпретация результатов ECM-модели: знак и размер *ECT* свидетельствует, что каждый месяц спрос на реальные деньги корректируется на 1,85% в направлении долгосрочного равновесия, его статистическая значимость говорит о направлении казуальности от всех трех статистически значимых независимых переменных к зависимой переменной. Спрос на реальные деньги в России зависел в долгосрочной перспективе в большей степени от обесценения валютного курса, чем от инфляции.

Выбор переменных

Важнейший этап эконометрического моделирования спроса на деньги заключается в правильном выборе переменных, то есть практически в ответе на вопрос – чем измеряется предложение денег, уровень цен, процентные ставки и т.п. Выбор переменных должен основываться на экономической теории и на простом прагматизме – тех данных, которые имеются в распоряжении (табл. 3.4).

Переменная спроса на деньги (money demand variable, M^d) обычно интерпретируется как спрос либо на резервные деньги (M0), деньги (M1) или широкие деньги (M2). Каждый из этих агрегатов может быть дезагрегирован дальше и функция спроса может оцениваться отдельно на наличные деньги, отдельно на депозиты до востребования, отдельно на депозиты на срок и т.д. Кроме того, если есть соответствующая статистика, спрос на деньги может оцениваться отдельно для каждого сектора экономики – домашних хозяйств, частного сектора, правительства, финансового сектора и т.д. В подавляющем большинстве случаев, однако, в качестве агрегата, представляющего собой спрос на деньги, выбирается показатель резервных денег (наличные в обращении деньги + депозиты до востребования) на том основании, что этот агрегат лучше всего контролируется ЦБ. Широкие деньги также используются в качестве показателя спроса на деньги на том основании, что они лучше отражают весь спектр финансовых инноваций в экономике и плотнее связаны с номинальным доходом, чем резервные деньги. В практике некоторых ЦБ (Канада, Германия, Япония, Швейцария и др.) в качестве показателя спроса на деньги также используется денежный индекс («дивизия»), взвешивающий отдельные компоненты по степени их ликвидности, которая измеряется обратным отношением к доходности соответствующих компонентов денег.

При выборе денежного агрегата необходимо также учитывать, с какой целью предъявляется спрос на деньги в конкретной стране. В большинстве развивающихся стран этот спрос преимущественно транзакционный, тогда резервные деньги лучше всего представляют спрос на деньги. В развитых странах транзакционный спрос дополняется спросом на деньги как на разновидность активов, тогда широкие деньги могут считаться более привлекательным агрегатом. Наконец, практически все ЦБ мира время от времени вносят изменения в определения и состав рассчитываемых ими денежных агрегатов. Это связано преимущественно с изменением охвата секторов (только банковский сектор, или финансовый сектор в целом, который включает страховые, инвестиционные и иные финансовые компании) или финансовыми инновациями, например появлением новых типов

Таблица 3.4. Переменные в функции спроса на деньги

Агрегат	Чем измеряется
Спрос на деньги	Резервные деньги (M0) Деньги (M1) Широкие деньги (M2) Денежный индекс («дивизия») Компоненты денег наличные в обращении депозиты до востребования депозиты на срок
Инфляция	Индекс розничных цен Индекс оптовых цен Индекс зарплаты Дефлятор ВНП Единица (при оценке реального спроса на деньги)
Переменная масштаба	Богатство (США, Великобритания) Валовой национальный продукт Валовой национальный доход Потребление Личный располагаемый доход Абсорбция (потребление + инвестиции) Индекс промышленного производства
Доход на деньги	Процент по депозитам до востребования Доход на компоненты резервных денег Ноль
Доход на неденежные активы	Доходы по государственным облигациям Процент по сберегательным депозитам Доходы по корпоративным облигациям Индекс доходности рынка акций Ожидаемый темп инфляции Иностранные процентные ставки (например, LIBOR) Темп обесценения национальной валюты
Ожидаемая инфляция	Номинальные процентные ставки Текущая инфляция Адаптивные и рациональные ожидания инфляции Котировки фьючерсных и форвардных контрактов
Ожидаемое изменение валютного курса	Курс фьючерсных и форвардных контрактов на валюту Параллельный валютный курс Дифференциал национальных и иностранных процентных ставок Движущееся средневзвешенное значение валютного курса

депозитов. В результате запасы денег в статистических сериях изменяют уровень, но не в силу изменения темпа роста, а просто из-за расширения или сужения перечня компонентов, включаемых в тот или иной денежный агрегат. О таких структурных изменениях надо знать до начала эконометрического анализа и моделировать их отдельно, например с помощью введения в уравнения фиктивных переменных (*dummy variables*) в те моменты или периоды, когда ЦБ изменит состав того или иного денежного агрегата.

Уровень цен (P) – эта независимая переменная применяется, если оценивается номинальный спрос на деньги, но без нее можно обойтись при оценке реального спроса на деньги. При оценке функции номинального спроса на деньги в высокоинфляционной экономике уровень цен может оказаться единственной детерминантой такого спроса. В этом случае текущая инфляция сольется с ожидаемой инфляцией в одной независимой переменной, а все остальные переменные могут быть просто опущены. При оценке реального спроса на деньги переменную уровня цен можно опустить, только если есть основания предполагать нейтральный характер реального спроса по отношению к ценам в долгосрочной перспективе. В противном случае нужно оценивать не реальный, а номинальный спрос, где уровень цен выступает в качестве фактора, его определяющего. В качестве статистического показателя можно использовать один из имеющихся индексов цен (индекс розничных или оптовых цен), дефлятор ВВП или индекс заработной платы. Уровень цен нельзя путать с ожидаемой инфляцией. В терминах системы национальных счетов, уровень цен – запас (*stock*) на определенную дату, тогда как инфляция – поток (*flow*) за определенный период, изменение в уровне цен за этот период.

Переменная масштаба (scale variable, y) – в зависимости от избранной экономической теории обычно интерпретируется как общий уровень богатства (*wealth*) или как доход (*income*). Однако подходящего статистического показателя благосостояния, который был бы наиболее подходящей переменной масштаба при использовании монетаристской теории и который является в статистическом смысле запасом, не существует. Только статистика США и Великобритании располагает достаточно длинными сериями данных об уровне богатства как измерения благосостояния. Для других стран из-за отсутствия показателя благосостояния можно использовать постоянный доход как первое приближение показателя благосостояния или уровень потребления как приближение ненаблюдаемой части постоянного дохода.

Наиболее подходящей для эконометрического моделирования переменной масштаба, если придерживаться взгляда, что основной спрос на деньги – транзакционный, может служить показатель дохода (валовой национальный продукт, валовой национальный доход, валовые национальные расходы, личный располагаемый доход, национальная абсорбция и др.). Использовать ВВП в качестве переменной масштаба для поиска функции спроса на деньги теоретически неверно, поскольку ВВП – показатель производства, а не дохода; доход может отличаться от стоимости произведенных благ. Однако если колебания условий торговли страны несущественны, то можно использовать и ВВП, с оговоркой, что он приблизительно соответствует валовому национальному доходу. Более того, ВВП со статистической точки зрения – поток и рассчитывается в одних странах на ежегодной, а в других – на ежеквартальной основе, что также делает его наиболее удобным для включения в качестве переменной масштаба в функцию спроса на деньги.

В отдельных случаях переменную масштаба можно вообще опустить из функции спроса на деньги. Это имеет смысл, когда другие факторы (такие как изменение цен) оказывают явно доминирующее воздействие на спрос на деньги, а также если функция оценивается на базе ежемесячных данных, для которой соответ-

ствующего показателя дохода просто не существует. В этих случаях его нередко заменяют индексом промышленного производства, который, однако, хоть и рассчитывается ежемесячно, может быть использован лишь с большими оговорками в силу отсутствия чего-либо лучшего.

Доход на деньги (i_m) – чаще всего этот показатель аппроксимируется процентом, выплачиваемым по депозитам до востребования, поскольку по наличным деньгам процент не платится. В большинстве стран этот показатель может считаться равным нулю и, следовательно, он просто опускается из уравнения 3.19. Однако такое простое решение не применимо во всех случаях, особенно когда по отдельным финансовым инструментам, отнесенным в соответствии с национальной статистикой в разряд резервных денег или просто денег, платится процент или другая форма дохода. Например, в США процент платится по счетам NOW и SuperNOW, включенным в M1, а также по депозитным сертификатам и чековым счетам, включенным в M2. Введение финансовых инноваций, особенно в связи с созданием новых финансовых инструментов, обычно на первом этапе их обращения сопровождается обещаниями и иногда выплатами существенных доходов, которыми нельзя пренебрегать при оценке спроса на деньги. Игнорирование дохода на деньги может быть причиной нестабильности и отсутствия коинтеграции в модели спроса на деньги, тогда как неучет финансовых инноваций может привести к структурному излому в модели и появлению мнимого единичного корня. Последние эмпирические исследования спроса на деньги в развитых странах показывают, что переменную дохода на деньги там, где он выплачивается, игнорировать нельзя и ее важно правильно оценить – выбрать тот показатель дохода, который наиболее репрезентативен в данной стране.

Доход на неденежные активы (i_n) – широкое понятие, и выбор конкретных статистически измеримых показателей зависит опять-таки от того, какой теории спроса на деньги следовать. В самом общем случае (монетаризм) весь спектр процентных ставок должен приниматься во внимание – на внутренние активы, иностранные активы и реальные активы. Под доходами на внутренние активы чаще всего понимаются доходы по краткосрочным правительственным облигациям или процент по сберегательным депозитам, поскольку эти два денежных инструмента являются наиболее близкими субститутами наличных денег. При более широком подходе в число доходов на внутренние активы включаются доходы на рынке акций, доходы по долгосрочным правительственным облигациям или корпоративным облигациям. Иногда используется оценка разброса доходности (*yield spreads*) по различным неденежным активам (разность максимального и минимального дохода), а не непосредственно уровень дохода, например процентных ставок, на том основании, что спрос на широкие деньги находится под влиянием относительного, а не абсолютного уровня доходности альтернативных активов. Доходы на внутренние активы обычно аппроксимируются через ожидаемый уровень инфляции. Доходы на иностранные активы, которые обязательно должны быть включены в функцию спроса на деньги в странах с открытой экономикой, выражаются через процентные ставки в странах основных торговых партнеров (евро-долларовые процентные ставки, LIBOR, преобладающие краткосрочные процентные ставки в крупных странах или средневзвешенное этих ставок) и ожидаемый темп обесценения национальной валюты.

Ожидаемая инфляция (π_e) – переменная, которая может включаться в функцию спроса на деньги. Обоснование заключается в том, что деньги – способ поддержания богатства (wealth), которое в числе прочих форм может олицетворяться в товарах. Поэтому ожидаемое изменение цены товаров изменяет оценку стоимости богатства в целом и, следовательно, влияет на спрос на деньги. Использование ожидаемой товарной инфляции необходимо, поскольку во многих

развивающихся странах финансовые рынки просто не развиты и альтернативная оценка стоимости денег отсутствует. Причин множество: взаимозаменяемость между деньгами и неденежными активами очень низкая, поскольку финансовые рынки неразвиты; процентные ставки по неденежным активам могут быть административно зафиксированы властями или изменяться в соответствии с установленными ими правилами, не отражая тем самым спрос и предложение на них; в большинстве мусульманских стран выплата процента запрещена шариатом; данные о доходах на неденежные активы, которые, хоть и выплачиваются, могут просто не собираться и не публиковаться статистическими органами. Использование показателя ожидаемой инфляции разумно при оценке спроса на деньги в странах с высокой инфляцией, когда изменение цен на альтернативные активы полностью зависит от уровня инфляции. В этом случае все остальные переменные можно вообще выбросить из уравнения, которое тем самым поставит спрос на деньги в зависимость только от ожидаемой инфляции (функция Кагана).

Статистически показателями ожидаемой инфляции могут служить номинальные процентные ставки, если они полностью дерегулированы и ничем, кроме рынка, не контролируются; экстраполированные прошлые темпы инфляции, если полагается, что они не изменятся существенно в будущем; цены контрактов (премии) на форвардном и фьючерсном рынках; расчетные показатели адаптивных и рациональных ожиданий инфляции; или даже просто последние данные о действительном темпе инфляции на том основании, что ожидаемая инфляция сильно коррелирована с существующей инфляцией.

Ожидаемое изменение валютного курса (r_e) – одна из переменных, определяющих спрос на деньги в открытой экономике, где вложения средств в иностранные активы составляют реальную альтернативу деньгам. При обесценении курса национальной валюты больше национальной валюты требуется, чтобы приобрести прежнее количество иностранной валюты, за которую можно купить соответствующие финансовые активы за рубежом. Статистически ожидаемое изменение валютного курса может быть представлено ценой форвардных и фьючерсных валютных контрактов, которые дают хорошую оценку того, как рынок видит изменение валютного курса в будущем; параллельным валютным курсом в странах, где наряду с официальным существует неофициальный валютный рынок; разницей между внутренними и иностранными процентными ставками, что представляет собой условие непокрытого паритета процентных ставок (*uncovered interest rate parity*); экстраполяцией движущегося средневзвешенного значения текущего валютного курса. В качестве ожидаемого значения валютного курса можно также использовать как его номинальный уровень, так и индекс валютного курса, например такой, как его номинальный или реальный эффективный валютный курс.

Переменные i_m, i_n, π_e, r_e в уравнении 3.23 предназначены для измерения альтернативной стоимости денег. Разности (i_n–i_m) или (π_e–i_m) могут интерпретироваться как такая альтернативная стоимость. Важно, однако, учитывать, что в развитых странах альтернативной стоимостью денег является не просто разность между агрегированными процентными ставками, а разность доходов по отдельным компонентам денег и неденежных активов. Например, в США разность между доходами по государственным облигациям (T-bills) и процентом, выплачиваемым по счетам NOW, составляет несколько процентных пунктов, тогда как разность между теми же государственными облигациями и счетами SuperNOW – всего несколько десятых процентных пункта.

Характеристики модели

Как и любую эконометрическую модель, оцененную функцию спроса на деньги необходимо протестировать в соответ-

ствии со стандартными требованиями, изложенными в параграфе по эконометрическим методам анализа. В случае модели спроса на деньги особое внимание необходимо обращать на следующие ее характеристики:

• *Устойчивость (stability) параметров* – важнейшее требование любой эконометрической модели, включая функцию спроса на деньги. Оцененная модель может казаться пригодной для анализа денежной политики, потому что ее R^2 достаточно близко к 1, но ее параметры могут быть эмпирически неустойчивыми, что делает выводы, полученные на ее основе, неверными. Вариантов обеспечения устойчивости параметров функции спроса на деньги несколько: включение новых переменных, изменение временнóго периода, на котором оценивается модель, включение фиктивных переменных в моменты структурных сломов и т.д. Тем самым для обеспечения устойчивости параметров необходимо какое-то видоизменение изначальной функции. Устойчивость параметров модели не надо путать со стабильностью скорости обращения денег. Стабильность скорости обращения не гарантирует стабильности параметров функции спроса на деньги. В то же время скорость обращения может резко изменяться из-за финансовых нововведений, но параметры модели спроса на деньги могут быть эмпирически устойчивыми.

• *Стационарность (stationarity) переменных* должна быть установлена до начала моделирования с использованием DW или иного теста на стационарность. Во всех моделях, кроме основанных на принципе коинтеграции, переменные могут быть включены только в стационарной форме, иначе результаты моделирования будут априори неправильными. Нестационарные переменные должны быть конвертированы в стационарные путем одной или двух последовательных дифференциаций, т.е. в форме I(1) или I(2).

• *Коинтеграция (cointegration) переменных* может быть установлена на основе процедуры Йохансена. В случае оценки коинтеграции между переменными спроса на деньги необходимо учитывать, что между этими переменными может существовать более чем один коинтеграционный вектор. Например, один коинтеграционный вектор может представлять собой собственно функцию спроса на деньги и связывать ($M^d - P$) с y, i_n, i_m, π_e и r_e или какой-то комбинацией этих переменных, которые включены в функцию в данной стране; другой коинтеграционный вектор может отражать временную структуру процентных ставок и связывать i_n с i_m; третий вектор – представлять реальные процентные ставки и связать i_n или i_m с π_e и т.д. Тестировать коинтеграцию между ($M^d - P$) и y путем проверки стационарности скорости обращения денег неверно, поскольку такой подход принуждает считать, что показатель дохода y единично гомогенен, что может не соответствовать действительности.

• *Экзогенность (exogeneity) переменных* – свойства слабой, сильной и суперэкзогенности переменных критически важны для правильного использования модели спроса на деньги. Если каждая из переменных y_t, i_n, i_m, π_e и r_e слабо экзогенна, то их можно принимать как данные в модели спроса на деньги. Если слабая экзогенность не подтверждается для какой-либо из них, то эта переменная должна моделироваться отдельно как самостоятельная функция. Например, если y_t не слабо экзогенно, то вдобавок к функции спроса на деньги, где y_t – независимая переменная, необходимо смоделировать производственную функцию, где y_t будет уже зависимой переменной. Если переменная обладает свойством суперэкзогенности, обращение (инверсия) функции спроса на деньги, хотя математически и возможно, экономически совершенно неверно. Например, если в изначальной функции спрос на деньги определяется как некоторая функция от уровня цен, то это еще не значит, что обратная функция, ставящая уровень цен в зависимость от объема денег, экономически правильна. Если цены были супер-

экзогенны в изначальной модели спроса на деньги, то параметры в модели инфляции, полученной путем ее инверсии, будут как минимум нестабильны.

Стабильность параметров, наличие коинтеграции и правильность оценки экзогенности переменных делают оценку функции спроса на деньги эконометрически грамотной, однако, если спрос на деньги в конкретной стране может быть достаточно точно описан с помощью такой функции, это не означает, что денежная политика, проводимая национальным ЦБ, по определению должна быть эффективной. Манипуляция инструментами денежной политики и появление финансовых инноваций постоянно изменяют функцию спроса на деньги, которую невозможно мониторить непрерывно. Вероятно, поэтому при существенном изменении экономической политики свойства оцененной функции будут также изменяться и оценка спроса на деньги на ее основе будет неверной. Таким образом, эконометрическое моделирование спроса на деньги показывает только наиболее рациональное направление денежной политики и ни в коем случае не должно восприниматься как точный математический расчет всех ее последствий.

Итак, функция спроса на деньги в стабильных странах должна моделироваться эконометрически. Существуют две основные спецификации спроса на деньги – статическая, ставящая спрос на деньги в зависимость от факторов, имеющих место в тот же период, и динамическая, разделяющая исторические, современные и желаемые факторы, определяющие спрос на деньги. В числе динамических моделей выделяются модель частичной корректировки, вводящая различия между действительным и желаемым объемом денег, и модель корректировки ошибок, вводящая различия между краткосрочными и долгосрочными эффектами. В процессе моделирования выбор переменных (т.е. ответ на вопрос, с помощью какого статистического показателя измеряется тот или иной фактор, влияющий на предложение денег) играет важную роль. Помимо обычных диагностических тестов в случае оценки спроса на деньги полученная эконометрическая модель должна быть протестирована на устойчивость параметров, стационарность, коинтегрированность и экзогенность переменных.

4. РЕЗЮМЕ

1. Существуют два основных подхода к вопросу о том, что определяет спрос на деньги – количественный (включающий классический, кембриджский и монетаристский варианты) и предпочтение ликвидности (включающий кейнсианский и неокейнсианский варианты). В соответствии с количественной моделью: спрос на деньги прямо пропорционален уровню дохода (ВВП); скорость обращения денег либо постоянна, либо предсказуема; уровень процентной ставки не влияет на спрос на деньги или влияет незначительно; предложение денег определяет совокупные расходы страны (номинальный ВВП). В соответствии с моделью предпочтения ликвидности: спрос на деньги прямо пропорционален уровню дохода (ВВП) и обратно пропорционален процентной ставке; скорость обращения денег непостоянна и плохо предсказуема; совокупные расходы страны определяются не столько предложением денег, сколько бюджетной политикой и частным потреблением.

2. Вычисляемые модели спроса на деньги в общем следуют теоретическим моделям, но отличаются от них тем, что на их основе можно дать примерную количественную оценку спроса на деньги в будущий период, чаще всего до конца текущего и на следующий год. Количественная модель исчисляется без всяких модификаций и поэтому, несмотря на существенные изъяны, часто использует-

ся для приблизительной оценки потенциального спроса на деньги в будущий период. Функциональная модель прагматически ставит спрос на деньги в некоторую функциональную зависимость от очевидных факторов – уровня цен, реального ВВП, процентных ставок, ожидаемой инфляции и валютного курса. Спрос на деньги должен увеличиваться при росте цен, реального ВВП, процентной ставки по монетарным активам и обесценении валютного курса. Размеры влияния каждого из факторов измеряются эластичностью.

3. Функция спроса на деньги в стабильных странах должна моделироваться эконометрически. Существуют две основные спецификации спроса на деньги – статическая, ставящая спрос на деньги в зависимость от факторов, имеющих место в тот же период, и динамическая, разделяющая исторические, современные и желаемые факторы, определяющие спрос на деньги. В числе динамических моделей наиболее важны модель частичной корректировки, вводящая различия между действительным и желаемым объемом денег и механизмом достижения желаемого объема денег, и модель корректировки ошибок, вводящая различия между краткосрочными и долгосрочными эффектами. В процессе моделирования выбор переменных (т.е. ответ на вопрос, с помощью какого статистического показателя измеряется тот или иной фактор, влияющий на предложение денег) играет важную роль. Помимо обычных диагностических тестов в случае оценки спроса на деньги полученная эконометрическая модель должна быть протестирована на устойчивость параметров, коинтегрированность переменных и их экзогенность.

5. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы для повторения

1. Назовите исходные допущения, основные положения и слабости количественной теории спроса на деньги. Напишите ее формулу.

2. Чем кембриджский подход отличается от количественной теории, в чем состоят его основные допущения, положения и слабости? Напишите формулу.

3. В чем состоит кейнсианская теория спроса на деньги, ее допущения и слабости? Каковы ее основные отличия от количественной и кембриджской теорий?

4. Перечислите основные допущения, положения и слабости монетаристской теории спроса на деньги. Напишите формулу.

5. Что позволяет говорить о существовании двух основных моделей спроса на деньги? Какие это модели? В чем слабости такого упрощенного подхода?

6. Объясните, как практически спрогнозировать спрос на деньги по количественной модели.

7. От каких параметров зависит спрос на деньги в наиболее широкой формулировке функциональной модели? Каковы ожидаемые знаки переменных?

8. Назовите порядка 10 факторов, которые могут влиять на спрос на деньги. Какие из них исчисляемы и какие неисчисляемы?

9. Что такое эластичность спроса на деньги? По каким факторам может рассчитываться эта эластичность?

10. В чем заключается основное допущение, которое необходимо принять, чтобы эконометрически оценить спрос на деньги?

11. Запишите и объясните статическую формулировку эконометрической

функции спроса на деньги. Каковы ожидаемые знаки коэффициентов и почему?

12. Какие динамические модели функции спроса на деньги вам известны? Почему они называются динамическими и чем отличаются от статических?

13. В чем заключается экономический смысл модели частичной корректировки? Как различаются долгосрочные и краткосрочные эффекты, влияющие на спрос на деньги, в рамках этой модели? Как она оценивается эмпирически?

14. Чем модель корректировки ошибок отличается от модели частичной корректировки? Как, на основе какой процедуры она оценивается эмпирически?

15. Каковы детерминанты спроса на деньги при спецификации для стран с высоким уровнем инфляции? На каком основании в нее включается валютный курс?

16. Назовите, какими статистическими показателями может быть представлена каждая независимая переменная в функции спроса на деньги?

17. Какие характеристики модели должны быть протестированы прежде всего для выяснения качественности эконометрически оцененной функции спроса на деньги?

Ответы на выбор

18. В рамках количественной теории номинальный ВВП возрастет, если:
a. Увеличится реальное предложение денег.
b. Сократится инфляция.
c. Сократится скорость обращения.
d. Увеличится номинальное предложение денег.
e. Увеличится инфляция и увеличится скорость обращения.

19. В рамках кембриджского подхода спрос на деньги сократится, если:
a. Процентная ставка сократится.
b. Благосостояние людей улучшится.
c. Скорость обращения денег возрастет.
d. Номинальный доход сократится.

20. В рамках кейнсианской теории спрос на деньги увеличится, если:
a. Экономические агенты считают, что скоро начнется период быстрого роста.
b. Процентная ставка возрастет.
c. Уровень реального дохода увеличится.
d. Скорость обращения увеличится.

21. В рамках монетаристской теории спрос на деньги сократится, если:
a. Постоянный доход сократится, а переменный возрастет.
b. Доход по акциям увеличится.
c. Разность дохода по денежным и неденежным активам увеличится.
d. Номинальный ВВП сократится.

22. В соответствии с функциональной моделью спрос на деньги безусловно увеличивается, если:
a. Растет реальный ВВП и снижаются цены.
b. Растет процент по счетам до востребования и сокращается доход на акции.
c. Ожидается сокращение инфляции и рост валютного курса.
d. Растет уровень цен и одновременно растут доходы по государственным ценным бумагам.
e. Номинальный ВВП растет и одновременно растет курс национальной валюты.

23. Эластичность спроса на деньги по:
a. Реальному ВВП обычно меньше 1.
b. Проценту на денежные активы примерно равна 1.
c. Уровню цен примерно равна 0.
d. Доходу на неденежные активы всегда меньше 0.

24. Модель частичной корректировки отличается от модели корректировки ошибок спроса на деньги тем, что она:

a. Учитывает краткосрочные и долгосрочные эффекты.

b. Не показывает скорость восстановления равновесия на денежном рынке в долгосрочной перспективе.

c. Ограничивает исторические эффекты лаговыми значениями переменных.

d. Не позволяет оценить отдельно спрос на реальные и номинальные деньги.

25. Высокоинфляционная спецификация функции спроса на деньги включает в качестве независимых переменных:

a. Значения инфляции и валютного курса в текущий период.

b. Значения инфляции и валютного курса в будущий период.

c. Значение инфляции в прошлый период.

d. Значение валютного курса в будущий период.

26. Ожидаемая инфляция отличается от уровня цен в функции спроса на деньги тем, что:

a. Она не может быть опущена при оценке реального спроса на деньги.

b. Она является не фактором масштаба, а одним из показателей альтернативной стоимости денег.

c. Она не может быть опущена при оценке спроса на деньги в высокоинфляционной экономике.

d. Статистически она определяется как уровень цен на один период в будущем.

Проблемы для обсуждения

27. Обсудите следующее положение: «Рассматривая спекулятивный мотив (спроса на деньги. – *А.К.*), очень важно, однако, проводить различия между изменением нормы процента, которые вызваны изменениями в предложении денег для удовлетворения спекулятивного мотива (без каких-либо изменений в функции ликвидности), и изменениями, которые в первую очередь связаны с изменениями в ожиданиях, затрагивающих саму функцию ликвидности» (Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. – М.: Гелиос АРВ, 1999. – С. 187).

a. Действует ли спекулятивный мотив спроса на деньги в современном мире?

b. Приведите примеры того, в каких случаях изменение процента может не изменять функцию ликвидности.

c. Ожидания оказывают влияние на функцию ликвидности напрямую или через изменение процента?

28. Прокомментируйте с точки зрения количественной теории спроса на деньги следующее положение из «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики»:

a. «В 2000 году предусматривается снижение инфляции до 18–22% в целом за год при сохранении тенденции к росту производства и услуг, который может составить 1,5–2%. Основной предпосылкой экономического роста в 2000 году является расширение спроса со стороны всех секторов экономики, а также сохранение незагруженных производственных мощностей и свободной рабочей силы».

b. Используя сайт ЦБ РФ www.cbr.ru «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики» на текущий год, обсудите положение, касающееся целей ЦБ в текущем году, и проанализируйте реальное воздействие денежной политики на их достижение.

29. Найдите на сайте Федерального комитета ФРС США по операциям на открытом рынке http://www.federalreserve.gov/fomc/ материалы последнего заседания и обсудите:

a. На основе какой теории оценивается спрос на деньги ФРС США?

b. Выдерживаются ли допущения о полной занятости и полной загрузке производственных мощностей в экономике США при оценке спроса на деньги?

c. Какие детерминанты спроса на деньги считаются наиболее важными?

d. Почему процентная ставка по федеральным фондам считается основным инструментом изменения спроса на деньги?

30. Рассмотрите следующее положение монетаризма: Спрос на деньги стабилен и не очень подвержен изменению процентной ставки. Поэтому экспансионистская денежная политика создаст избыток денег в распоряжении домашних хозяйств и, поскольку ВВП находится на уровне полной занятости, позволит расширить совокупный спрос в краткосрочной перспективе. В долгосрочной же перспективе экспансионистская денежная политика ведет лишь к росту цен и не будет способствовать росту реального ВВП. Поэтому во избежание инфляции рост предложения денег должен точно следовать росту спроса на них, который определяется ростом реального ВВП.

a. Найдите неточность в данном положении.

b. Соблюдается ли это правило в какой-либо стране? Приведите примеры.

Задачи

31. Скорость обращения денег составляет 5, ВВП равен 10 000 млн. единиц, индекс уровня цен – 2. Рассчитайте:

a. Номинальный спрос на деньги.

b. Реальный спрос на деньги.

c. Если правительство фиксирует номинальное предложение денег на уровне 5000 млн. единиц и мультипликатор будет неизменным, то насколько и как изменятся цены?

d. При увеличении предложения денег до 6000 млн. единиц насколько изменятся цены?

32. Спрос на деньги в Камеруне в статической спецификации показал, что

$$M^d - P = \underset{(-2,6)}{-1,8} + \underset{(1,8)}{1,1}\, y - \underset{(-1,1)}{1,2}\, i_m + \underset{(4,8)}{7,7}\, i_n - \underset{(-3,2)}{1,5}\, \pi_e - \underset{(-3,5)}{0,8}\, r_e$$

$R^2 = 0,89$
$F = 12,1$
$DW = 2,12$
$T = 30$ [1964–94]

Прокомментируйте полученные результаты.

33. Оценка спроса на деньги в Камеруне в динамической спецификации дала следующие результаты:

$$\Delta(M^d - P)_t = -\underset{(-2,9)}{1,4} + \underset{(2,0)}{0,7}\,\Delta y_{t-1} - \underset{(-1,7)}{0,6}\,\Delta^2\pi_{t-1} - \underset{(-1,4)}{0,5}\,\Delta^2\pi_{t-2} - \underset{(-2,0)}{1,3}\,\Delta i^m_{t-1} + \underset{(1,3)}{0,9}\,\Delta i^n_{t-2} - \underset{(-2,1)}{0,3}\,(m-\pi)_{t-2} - \underset{(-3,2)}{0,6}\,ECT_{t-1} - \underset{(-2,3)}{2,4}\,(i_n - i_m)_{t-1}$$

$R^2 = 0,90$
$F\,(12,17) = 12,6$
$DW = 2,11$
$T = 30$ [1964–94]
ARCH(1) : F (1,15) = 0,36 [0,556]
Normality: $x^2(2) = 2,7979$ [0,2469]

Прокомментируйте полученные результаты. В особенности:

a. Какая именно динамическая модель спроса на деньги была оценена?

b. Чем объясняются различия в коэффициентах по сравнению со статической спецификацией в предыдущем вопросе?

c. Какая из двух функций более точно отражает спрос на деньги в Камеруне и должна использоваться для краткосрочного прогнозирования?

34. На основе данных по Мексике в 1981–2000 гг. в файле «Глава 3. Задачи», лист «Мексика:

a. Рассчитайте скорость обращения денег: M2, M4 (национальной валюты), M4 (иностранной валюты). Насколько

и почему скорости обращения различны? Постройте их графики.

b. Спрогнозируйте спрос на деньги в конце 2000 г. на основе данных о запасах каждого типа денег на конец года.

c. Спрогнозируйте спрос на деньги на конец 2000 г. на основе среднего уровня запаса денег в течение каждого периода.

d. Запишите предположения (*assumptions*) относительно тенденций в скорости обращения, которые вам пришлось принять в каждом случае? Нельзя ли сократить количество предположений? Насколько оставшиеся предположения реалистичны?

35. Полагая, что в 1969–2000 гг. не было структурных изменений во временных сериях, приведенных в файле «Глава 3. Задачи», лист «Великобритания», оцените модель частичной корректировки спроса на деньги для Великобритании – отдельно для M0 по квартальным данным за 1969–2000 гг. и для M4 на базе данных за 1982–2000 гг.

a. Все ли временные серии стационарны? В МЧК надо ли их дифференцировать, чтобы добиться стационарности?

b. Почему модели и их спецификация различны?

c. Какие независимые переменные должны быть включены в модель для M0 и для M4?

d. Каковы основные детерминанты спроса на деньги в эконометрически наилучшей спецификации?

e. Насколько важны лаговые переменные и о чем они говорят?

f. Оцените простую корреляцию между M0 и M4. Судя по полученной функции, эффективна ли денежная политика Банка Англии и почему?

36. На базе квартальных данных за 1960–2000 гг. по Австралии (файл «Глава 3. Задачи», лист «Австралия») оцените модель корректировки ошибок спроса на деньги.

a. Какую альтернативную стоимость денег вы будете использовать: процентные ставки по краткосрочным или долгосрочным государственным обязательствам? И те и другие? Или только показатели инфляции? Почему?

b. Учитывая большое количество наблюдений, сколько лагов вы изберете для оценки коинтеграции? Есть ли коинтеграционные векторы? Сколько их?

c. Какой из коинтеграционных векторов может быть интерпретирован как функция спроса на деньги? Все ли знаки коэффициентов соответствуют ожидаемым?

d. Значимо ли статистически понятие корректировки ошибок? С какой скоростью восстанавливается долгосрочное равновесие после единоразового шока денежной системы?

e. От чего в основном зависит спрос на деньги в Австралии?

37. На базе месячных данных за 1970–2000 гг. по Судану (файл «Глава 3. Задачи», лист «Судан») оцените модель спроса на деньги для страны с высокой инфляцией.

a. В Судане имела место высокая долларизация экономик, поскольку инфляция была высокой, а валютный курс фиксировался на длительные промежутки времени. Имеет ли смысл вводить валютный курс в число факторов, определяющих спрос на деньги?

b. Разбейте временной ряд на период высокой, средней и низкой инфляции. Как вы определите эти периоды? Надо ли оценивать функцию спроса на деньги для каждого периода отдельно или можно это сделать для всех периодов вместе?

c. Вы будете производить оценку функции в уровнях, логарифмах, первых разностях? Почему?

d. Какова эластичность спроса на деньги по инфляции в Судане?

Мысли великих

Золото и серебро – на взгляд поэта, железо и хлеб – на взгляд философа. Вот что цивилизовало людей и погубило человеческий род.

Жан Жак Руссо (1712–1778),
французский писатель и философ

На досуге

Преуспевший в бизнесе экономист зашел на экзамен в университет, который он давно закончил, и был удивлен, что старый профессор задает студентам те же вопросы, что и ему много лет назад.

– Почему вы задаете те же вопросы? – спросил бизнесмен.
– В экономике вопросы всегда одни и те же. Ответы меняются, – вздохнув, ответил профессор.
– Тогда нестандартный вопрос: Кто такой экономист? – спросил бизнесмен.
– Это человек, который знает о деньгах больше, чем тот, кто их имеет, – ответил с улыбкой профессор.

Непереводимая игра слов

Economist can supply it on demand!

Глава 4

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДЕНЕГ

Карл Маркс (1818–1883), немецкий экономист и философ

Деньги существуют, чтобы их тратить.

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Денежный мультипликатор
Коэффициенты
  избыточные резервы/депозиты до востребования
  наличные/депозиты
  резервы/депозиты
  срочные депозиты/депозиты до востребования
Нормы обязательного резервирования
  по депозитам до востребования
  по депозитам на срок
Предложение денег
Цели денежной политики
  конечные
  операционные
  промежуточные

1. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ

Связь резервных денег с ВВП

Размеры предложения денег в экономике зависят от проводимой денежной политики и от степени контроля ЦБ над каждым из этапов трансмиссионного механизма этой политики. Этот механизм связывает процесс создания резервных денег ЦБ с наиболее широким денежным агрегатом, который считается предложением денег в данной стране.

@ *Предложение денег (money supply)* – количество денег в экономике в соответствии с наиболее широким определением, принятым в стране.

Конечные цели денежной политики совпадают с целями, которые ставит перед собой макроэкономическая политика правительства в целом – обычно достижение высоких темпов экономического роста в условиях контролируемой инфляции и низкой безработицы. Ре-

ализацию целей денежной политики ЦБ с помощью имеющихся в его распоряжении инструментов можно представить в виде сильно упрощенной количественной теории денег.

Резервные деньги, создаваемые ЦБ, связаны с предложением широких денег через денежный мультипликатор. Функцию предложения денег можно записать следующим образом:

$$RM \times m = M, \qquad (4.1)$$

где
RM – резервные деньги,
m – мультипликатор,
M – широкие деньги.

Контролируя с помощью инструментов денежной политики размер резервных денег, ЦБ может воздействовать на размер широких денег, если денежный мультипликатор стабилен или изменяется в предсказуемом направлении.

В свою очередь, широкие деньги связаны с рыночной стоимостью производства, которое они обслуживают, как

$$MV = yP, \qquad (4.2)$$

где
V – скорость обращения денег,
y – реальный ВВП,
P – дефлятор.

Рост широких денег, в свою очередь, должен соответствовать росту номинального ВВП, если скорость обращения денег постоянна или изменяется в предсказуемом направлении. Соответственно рост номинального ВВП состоит из двух компонентов – реального роста и изменения цен.

Тем самым, соединив формулы 4.1 и 4.2, трансмиссионный механизм денежной политики выглядит следующим образом:

$$RM \times m = M = \frac{1}{V} \times y \times P. \qquad (4.3)$$

Резервные деньги (RM), создаваемые ЦБ, умножаются на мультипликатор и превращаются в предложение широких денег M, которое, в свою очередь, удовлетворяет спрос на широкие деньги. Он состоит из спроса на обслуживание реального ВВП(y) и возникающего в результате роста цен (P). Поскольку каждая денежная единица может быть использована несколько раз в течение периода, номинальный ВВП (yP) делится на обращение денег (V).

Цели денежной политики

Денежная политика обычно преследует ряд целей, которые по степени воздействия со стороны ЦБ условно можно разделить на операционные, промежуточные и конечные и по значимости для макроэкономической ситуации – на первичные и вторичные (табл. 4.1).

• *Операционные цели (operating targets)* – денежные показатели, находящиеся под непосредственным контролем ЦБ, на которые он может оказывать существенное воздействие с помощью имеющихся в его распоряжении инструментов денежной политики.

В практике большинства ЦБ мира главной операционной целью является уровень процентной ставки по кредитам банков частному сектору, а главным инструментом ее достижения – уровень ставки рефинансирования коммерческих банков в ЦБ. Уровень процентной ставки зависит от количества резервных денег, создаваемых ЦБ путем приобретения активов и продажи пассивов. ЦБ не может одновременно контролировать размер резервных денег и уровень процентной ставки. В развитых странах средством достижения определенного уровня процентной ставки выступает нагнетание или, напротив, сокращение размера резервных денег путем операций на открытом рынке. В США, например, объявление о том, что ФРС решила поднять процентную ставку, практически означает, что она выдала указание своему трейдеру продать такое количество государственных ценных бумаг на открытом рынке, которое обеспечит сокращение резервных денег настолько,

Таблица 4.1. Трансмиссионный механизм денежной политики

Тип цели	Цель		Операционный критерий		
	Первичная	Вторичная	Контрольный показатель	Степень контролируемости ЦБ	Предсказуемость воздействия на цель
Конечная	Рост реального ВВП Уровень инфляции		Годовой/квартальный Месячный/квартальный/годовой	Низкая Средняя	Средняя Средняя
		Стабильность валютного курса	Отклонение от среднего	Высокая	Средняя
		Скорость обращения широких денег	Годовой/квартальный	Средняя	Высокая
Промежуточная	Широкие деньги		Квартальный/годовой верхний предел	Средняя	Средняя
		Чистые внутренние активы банковской системы	Квартальный/годовой верхний предел	Средняя	Средняя
		Кредит частному сектору	Квартальный/годовой нижний предел	Средняя	Низкая
		Денежный мультипликатор	Квартальный/годовой	Высокая	Высокая
Операционная	Резервные деньги Процентная ставка		Квартальный	Средняя	Средняя
		Резервные активы ЦБ	Квартальный нижний предел	Средняя	Высокая
		Чистые внутренние активы ЦБ	Квартальный верхний предел	Высокая	Высокая
		Чистый кредит ЦБ правительству	Квартальный верхний предел	Средняя	Средняя
		Чистый кредит ЦБ банкам	Квартальный верхний предел	Высокая	Высокая
Инструменты		Установление учетной ставки		Высокая	Высокая
		Операции на открытом рынке		Высокая	Высокая
		Резервные требования		Высокая	Высокая
		Прямые кредиты ЦБ		Высокая	Высокая
		Операции в иностранной валюте		Высокая	Средняя

Таблица 4.2. Архитектоника денежной политики

	Великобритания	Канада	Европейский центральный банк	Новая Зеландия	Швейцария	Швеция
Цель денежной политики	Стабильность цен	Стабильность цен	Стабильность цен	Стабильность цен	Стабильность цен	Стабильность цен
Законодательно закрепленное обязательство ЦБ обеспечить достижение цели	Да	Да	Да	Да	Нет	Да
Чем измеряется инфляция	ИПЦ	Центральная инфляция	ИПЦ	ИПЦ	Центральная инфляция	Центральная инфляция
Таргетированный уровень инфляции	<2,5%	2% +/–1 пункт	<2%, но >0	0–3%	<2%, но >0	2% +/–1 пункт
Временной горизонт таргетирования инфляции	2 года	2 года	Средний срок	1,5–2 года	Средний срок	2 года
Доклад о состоянии инфляции						
Периодичность	4 раза в год	2 раза в год	2 раза в год	4 раза в год	4 раза в год	3 раза в год
Детальность	Подробный	Подробный	Неподробный	Подробный	Неподробный	Подробный
Операционная цель	Процент по двухнедельному репо	Процент по однодневным кредитам	Процент по трехмесячной ставке репо	Официальная процентная ставка	Трехмесячный ЛИБОР в швейцарских франках +/–100 базисных пунктов	Однонедельная ставка репо
Инструмент достижения операционной цели	Репо	Репо	Репо	Репо	Репо	Репо
Орган, принимающий решения	Комитет по денежной политике	Совет директоров ЦБ	Исполнительный совет	Управляющий ЦБ	Совет директоров ЦБ	Совет директоров ЦБ
Отчетность ЦБ	Через открытое письмо о состоянии денежной политики	Правительству	Европейскому парламенту, Совету министров, Комиссии ЕС	Законодательно не определена	Федеральному правительству	Парламенту через открытое письмо о состоянии денежной политики

чтобы процентная ставка выросла до необходимого уровня. Во многих странах для целей регулирования объема резервных денег также используется ставка рефинансирования, устанавливаемая ЦБ.

Очевидно, что если для поддержания процентной ставки на определенном уровне требуется ежедневное манипулирование объемом резервных денег, то ЦБ может намного жестче контролировать процентную ставку, чем объем резервных денег. В этом смысле можно считать, что процентная ставка устанавливается ЦБ, тогда как предложение денег только контролируется им. Тем не менее контроль над резервными деньгами является ключевым в создании предложения денег.

Поэтому для достижения первичной цели – поддержания определенного размера резервных денег – ЦБ должен обеспечить достижение вторичных целей. Вторичные цели включают компоненты резервных денег, от которых больше всего зависит их поведение – чистый кредит ЦБ правительству, чистый кредит банкам и государственным предприятиям и резервные активы ЦБ. Чистый кредит ЦБ правительству, банкам и государственным предприятиям наряду с другими чистыми статьями составляет чистые внутренние активы ЦБ. Степень контроля ЦБ за своими чистыми внутренними активами зависит от степени его влияния на решения о предоставлении кредитов правительству, которые могут приниматься, например, кабинетом министров, и от предсказуемости поведения прочих чистых статей в балансе ЦБ.

Контрольные показатели на чистые внутренние активы, соблюдение которых гарантирует поддержание намеченного размера резервных денег, устанавливаются обычно поквартально и являются верхним пределом. В странах с плавающим валютным курсом контрольный показатель по резервным активам чаще всего устанавливается как нижний предел. Этот предел должен сбалансированно отражать, с одной стороны, желаемый уровень резервных денег, который повышается с приобретением ЦБ дополнительных резервных активов, а с другой – необходимость аккумуляции дополнительных резервных активов ЦБ для поддержания стабильности валютного курса.

• *Промежуточные цели (intermediate targets)* – денежные агрегаты, на движение которых ЦБ может оказывать некоторое воздействие путем достижения операционных целей.

Широкие деньги через мультипликативный процесс обычно находятся под некоторым влиянием денежной политики ЦБ. Это влияние в критической степени зависит от контролируемости поведения резервных денег и от стабильности или предсказуемости движения мультипликатора. Контрольные показатели на максимальный объем широких денег устанавливаются обычно либо поквартально, либо на конец года. Такой показатель считается верхним пределом, поскольку рост объема широких денег должен соответствовать росту номинального ВВП и не приводить к чрезмерному разбуханию его инфляционного компонента за пределы фиксированной инфляционной цели.

Возможно также установление показателей контроля за отдельными компонентами широких денег, которые особенно важны для макроэкономического развития, – чистыми внутренними активами банковской системы и кредитом частному сектору. Сложность заключается в том, что управление уровнем и динамикой чистых внутренних активов банковской системы осуществляется примерно с теми же целями, что и широких денег в целом, – поддержания уровня роста денег в определенных рамках. Контрольный показатель чистых внутренних активов фиксируется как верхний квартальный или годовой предел. В то же время как контрольный показатель по другому важнейшему компоненту широких денег – кредиту частному сектору – устанавливается как нижний квартальный или годовой предел. Кредит частному сектору исчисляется как остаточная категория, и темп его роста в постоянных ценах должен соответствовать

Вставка 4.1. Швейцария: Цели денежной политики

До 2000 г. целью денежной политики, проводимой Швейцарским центральным банком (ШЦБ), было сначала достижение определенного уровня резервных денег, а затем среднегодовой темп их роста в течение 5 лет. После 2000 г. целью ШЦБ стало поддержание уровня инфляции.

- *Конечная цель денежной политики* – стабильность цен, которая заключается в поддержании общего уровня инфляции на уровне менее 2% в год (но выше нуля, что означает недопущение сокращения уровня цен). Инфляционная цель имеет «мягкие границы», то есть в случае существенных шоков, не связанных с денежной политикой, инфляция на короткие промежутки времени может выходить за пределы инфляционной цели.
- *Прогноз инфляции* основан на консенсусе, публикуется в конце каждого года и обновляется каждые 6 месяцев. ШЦБ формулирует исходные допущения относительно уровня и динамики других макроэкономических показателей и стремится осуществить прогноз инфляции на базе как структурной эконометрической модели, так и вектор-авторегрессионной модели, который затем обсуждается, принимается и публикуется советом директоров ШЦБ.
- *Операционная цель* – ставка ЛИБОР в швейцарских франках по трехмесячным кредитам плюс/минус 100 базисных пунктов. Гибкость операционной цели позволяет аккомодировать экзогенные шоки, приводящие к необходимости защиты валютного курса, но при этом не создавать у участников денежного рынка ложного впечатления об изменении денежной политики ШЦБ.

росту реального ВВП, иначе нехватка кредита окажет отрицательное воздействие на экономический рост.

Степень контроля ЦБ над каждым из этих показателей весьма низка. Чистые внутренние активы банковской системы, состоящие из чистых внутренних активов ЦБ и банков, ЦБ контролирует в той степени, в какой он сам в состоянии, во-первых, управлять своими внутренними активами, что определяется системой валютного курса и политикой правительства по финансированию бюджета, и, во-вторых, его влиянием на кредитную политику банков. Степень контроля ЦБ над кредитом частному сектору может быть весьма высокой, если ЦБ устанавливает отраслевые, региональные, сезонные или иные нормативы кредитования банками частного сектора, но может и быть практически нулевой в условиях полностью либерализованной банковской системы, когда ЦБ может влиять на кредитную политику банков только косвенно.

Соответственно, воздействие изменений в широких деньгах как промежуточном денежном агрегате на конечную цель (рост ВВП и уровень инфляции) может быть предсказано только как общая тенденция, хотя многие ЦБ имеют инфляционное таргетирование в качестве основной цели денежной политики (табл. 4.2). В редких случаях стабильных взаимоотношений между этими макроэкономическими переменными их взаимозависимость может быть относительно точно оценена количественно. Любые числовые показатели, установленные в качестве количественных целей уровня кредита частному сектору и чистых внутренних активов банковской системы, должны восприниматься не более как числовые ориентиры, дающие общее и весьма приблизительное представление о размерности предполагаемого воздействия, но ни в коем случае ни как математическое уравнение, которое должно точно соблюдаться.

• *Конечные цели (ultimate targets)* – определенные в законе цели макроэконо-

мической политики (такие как реальный рост, уровень инфляции, стабильность валютного курса), достижение которых в существенной степени зависит от проводимой денежной политики.

Связь между промежуточными и конечными целями зависит от скорости обращения денег. Если она стабильна или изменяется предсказуемо, можно считать, что денежная политика служит важным инструментом для достижения конечных целей. Если же скорость обращения изменяется спорадически, денежная политика по возможности должна в целом соответствовать макроэкономическим целям и в любом случае не противоречить им. Своей политикой ЦБ может оказывать наибольшее влияние на цены и валютный курс, что признано в применяемой многими странами политике ценового нацеливания. Значительно меньшее воздействие денежная политика может оказывать на реальный рост (*вставка 4.1*).

Правила предложения денег

Предложение широких денег зависит как от факторов, находящихся под контролем ЦБ, так и от факторов вне его контроля. ЦБ не может полностью контролировать предложение широких денег, которое определяется спросом на них, но может ставить перед собой цели достижения роста денежной массы в соответствии с определенными правилами. Существует четыре основных правила.

@ *Правило постоянного темпа роста денежной массы (constant growth rate rule)* – предложение денег должно расти в постоянном темпе, что позволит обеспечить устойчивый рост ВВП.

Этот хорошо известный основной постулат монетаризма говорит о том, что если ЦБ обеспечивает с помощью имеющихся у него средств контроля за денежной массой увеличение ее предложения на одинаковый процент каждый год, то реальное производство будет также расти примерно на такой же процент ежегодно. Данное положение разработано и обосновано Милтоном Фридманом на основе огромного эмпирического материала в конце 50-х годов прошлого века. Разумеется, для стран с разным уровнем экономического развития приемлемый процент роста будет различным. Например, когда монетарная доктрина была особенно популярна в США, считалось, что ФРС должна поддерживать рост денежной массы на 3–5% ежегодно, в результате чего реальный экономический рост составит также примерно 4% в год. В данном случае активная денежная политика ЦБ не нужна, поскольку его задача очень проста – обеспечить постоянный рост денежной массы, что позволит сгладить циклические, сезонные и иные колебания производства.

@ *Правило соответствия росту номинального ВВП (nominal GDP growth rate rule)* – темп роста предложения денег должен быть равен темпу роста номинального ВВП.

Это правило в некотором смысле противоположно предыдущему. Если в первом случае ЦБ с помощью постоянного темпа роста денежной массы добивается постоянного и стабильного роста реального ВВП, то во втором – рост номинального ВВП, рассчитанный методами, не включающими денежную массу, определяет необходимый рост денежной массы. В этом случае номинальный ВВП определяет спрос на деньги, который должен быть равен их предложению. Скажем, если рост номинального ВВП прогнозируется в размере 10% в год, то рост предложения денег, обслуживающих этот ВВП, должен также составить 10%. Данный подход требует относительного постоянства или хотя бы четкой прогнозируемости скорости обращения денег. В то же время, поскольку рост номинального ВВП состоит из роста реального ВВП и изменения цен, использование

данного правила означает готовность признать, что повышение цен сверх уровня, определенного ростом денежной массы, ведет к сокращению темпа роста реального производства. Например, если номинальный рост в 10% состоит из 5% роста реального производства и 4,77% роста цен и обеспечивается 10%-ным ростом денежной массы (1,10 = 1,05 × 1,047 = 1,10), то увеличение инфляции до 9% при неизменном росте предложения денег должно привести к падению реального производства до (1,10/1,09 = 1,009) менее чем 1% в год.

@ *Правило таргетирования инфляции (inflation targetingrule)* – рост предложения денег должен соответствовать цели поддержания инфляции на определенном уровне.

В соответствии с этим правилом ЦБ должен определять уровень инфляции, который желательно поддерживать в экономике в целом в среднесрочной перспективе. Соответственно, если уровень инфляции прогнозировался на уровне 10% в год, а реально составил 15%, ЦБ, используя инструменты денежной политики, должен сократить предложение денег настолько, чтобы инфляция в следующем периоде сократилась до 10%. Воздействие сжатия денежной массы на реальное производство при этом игнорируется. Эта идея связана с именем американского экономиста Ирвинга Фишера.

@ *Правило номинальной фиксации (nominal fixing rule)* – поддержание процентной ставки или денежной массы на определенном неизменном уровне.

В соответствии с этим правилом рост предложения денег должен соответствовать цели поддержания процентной ставки на определенном уровне либо, напротив, процентная ставка должна свободно меняться для поддержания денежной массы на необходимом уровне. В первом случае процентная ставка рассматривается как важнейший стимулятор экономического развития, и ее уровень должен соответствовать темпу роста экономики, который необходимо обеспечить. Если денежная политика следует этому правилу, определение взаимосвязи процентной ставки с темпом роста происходит за пределами денежной модели. Задача ЦБ состоит в том, чтобы точно рассчитать эластичность процента к изменению денежной массы. Скажем, если эластичность составляет 1,1, то для обеспечения сокращения уровня процентной ставки с 10 до 6% или на 40% денежную массу надо ужать на 27% (1,4/1,1 = 1,27). Во втором случае стабильный уровень денежной массы обеспечивает стабильность реального производства, как в монетаристской доктрине, а процентная ставка, изменяясь свободно под воздействием рыночных сил, служит стабилизатором, поглощающим номинальные шоки.

Международного консенсуса относительно того, какое правило надо использовать в практических целях денежной политики, не существует. Общие недостатки перечисленных правил заключаются в следующем:

- Меры денежной политики влияют на национальные и реальные показатели с временным лагом: изменение темпов роста денежной массы воздействует на реальный ВВП, уровень цен или процентную ставку через определенные промежутки времени, которые сильно отличаются в различных странах, могут изменяться с течением времени и зависят от степени стабильности экономики.
- Распределение воздействия манипуляции денежной массой на реальное производство и на уровень цен неизвестно: только в очень стабильных экономиках, которых абсолютное меньшинство, можно приблизительно определить, какая часть роста денежной массы приведет к росту реального ВВП, а какая – к простому росту цен без всякого увеличения производства.
- Скорость обращения денег в большинстве стран нестабильна и зависит от причин, находящихся вне контроля вла-

стей, и поэтому связь денежной политики с достижением основной цели экономического роста размывается.

Итак, схематически трансмиссионный механизм денежной политики выглядит следующим образом:

инструменты → резервные деньги →
мультипликатор → широкие деньги →
скорость обращения широких денег →
номинальный ВВП

Создавая предложение денег, ЦБ ставит перед собой операционные, промежуточные и конечные цели. Главной операционной целью является по возможности более полный контроль над резервными деньгами, основной промежуточной целью – влияние на динамику широких денег и основной конечной целью – согласованность денежной политики с прогнозируемым ростом реального ВВП и намечаемым уровнем инфляции. Сила трансмиссии быстро убывает – ЦБ может контролировать резервные деньги, влиять на широкие деньги и в лучшем случае стремиться к согласованности размеров предложения денег с ростом номинального ВВП. Помимо проводимой денежной политики, размеры предложения денег в экономике зависят от степени контроля ЦБ над каждым из этапов трансмиссионного процесса. Предложение денег может программироваться в соответствии с одним из следующих правил: постоянными темпами роста денежной массы; соответствием росту номинального ВВП; поддержанием определенного уровня цен; номинальной фиксацией процентной ставки и денежной массы на определенном уровне. В практических целях программирования обычно используется правило соответствия росту номинального ВВП.

2. КОНТРОЛЬ ЦБ НАД РЕЗЕРВНЫМИ ДЕНЬГАМИ

Что определяет степень контроля

ЦБ создает новые резервные деньги каждый раз, когда он приобретает активы, которые оплачиваются путем увеличения пассивов – обязательств перед частным сектором или правительством. Пассивы увеличиваются в результате выпуска денег в обращение или получения депозитов от частного сектора и в результате роста обязательных банковских резервов на счетах в ЦБ и наличных денег в его сейфах. Как факторы спроса на деньги, так и их предложения влияют на движение резервных денег. Если посмотреть на резервные деньги с точки зрения предложения денег в целом, то колебания резервных денег возникают в результате изменения чистых резервных активов ЦБ, чистого кредита правительству, кредита банкам и государственным предприятиям и прочих чистых активов. С точки зрения спроса на деньги на колебания резервных денег влияют изменения в нормах обязательного резервирования и сезонные колебания в спросе на деньги. В большинстве стран в долгосрочной перспективе факторы, влияющие на предложение денег, перевешивают факторы, влияющие на спрос на них, хотя последние важны в краткосрочном плане.

Результативность денежной политики зависит от того, до какой степени ЦБ может контролировать движение резервных денег. Практически во всех странах ЦБ не может полностью контролировать резервные деньги. Степень контроля ЦБ над резервными деньгами зависит от следующих ключевых факторов:

• *Типа режима валютного курса*, которого придерживается страна. ЦБ стран с фиксированным валютным курсом практически не имеют контроля над резервными деньгами, удовлетворяя спрос на национальную валюту по первому требованию – покупая и продавая иностранную валюту в масштабах, необходи-

мых для поддержания валютного курса неизменным. ЦБ в странах со свободно плавающим валютным курсом имеют наибольший контроль над резервными деньгами.

• *Степени независимости ЦБ от правительства.* Независимость ЦБ может быть законодательной (закрепленной в соответствующем законе) и практической (в рамках сложившейся практики взаимоотношений с правительством), политической (дающей ЦБ право проводить денежную и валютную политику без получения предварительного одобрения правительства) и инструментальной (когда ЦБ имеет лишь право свободно использовать инструменты денежной политики, тогда как ее общее направление определяется правительством).

• *Политики правительства по финансированию дефицита государственного бюджета.* В странах, где ЦБ считается лишь денежным агентством правительства, изменения в резервных деньгах в ключевой степени зависят от финансовой политики правительства. Если правительство может получать займы в ЦБ лишь с его согласия, степень контроля ЦБ над резервными деньгами выше.

Компоненты резервных денег

Степень контроля ЦБ над резервными деньгами зависит от его способности контролировать отдельные их компоненты и должна оцениваться в зависимости от относительного вклада каждого из этих компонентов в изменение резервных денег за определенный период. Движение резервных денег может быть двух видов – изменение их уровня (рост или сокращение) и изменение относительного веса каждого из компонентов, при том что их размер остается постоянным. Движение резервных денег, приводящее к изменению их уровня, всегда отражается как в активах, так и в пассивах ЦБ. Движение резервных денег, приводящее к изменению относительного веса каждого их компонента, отражается только в пассиве ЦБ, который и представляет собой резервные деньги.

В соответствии с балансовым тождеством пассивы ЦБ всегда равны его активам. Поэтому движение резервных денег, которое приводит к их росту или сокращению, отражается в соответствующих изменениях в активах ЦБ, или

$$\Delta RM = \Delta NFA + \Delta NDA, \qquad (4.4)$$

где

RM – резервные деньги (*reserve money*),
NFA – чистые иностранные активы (*net foreign assets*) и
NDA – чистые внутренние активы (*net domestic assets*).

Учитывая, что чистые внутренние активы состоят из чистого кредита правительству (*net credit to government, NCG*), кредита банкам (*credit to banks, CB*) и кредита государственным предприятиям (*credit to public enterprises, CPE*), а также прочих чистых статей (*other items net, OIN*), это равенство в более развернутом виде можно записать как

$$\Delta RM = \Delta NFA + \Delta NCG + \\ + \Delta CB + \Delta CPE + \Delta OIN. \qquad (4.5)$$

Это равенство можно выразить в виде темпа роста и взвесить по общему знаменателю, каким в данном случае являются резервные деньги на конец предыдущего периода, разделив каждую из переменных на RM_{t-1}.

$$\frac{\Delta RM_t}{RM_{t-1}} = \frac{\Delta NFA_t}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta NCG}{RM_{t-1}} + \\ + \frac{\Delta CB}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta CPE}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta OIN}{RM_{t-1}}. \qquad (4.6)$$

Формула показывает, что изменение резервных денег равно сумме взвешенных изменений в каждом из компонентов активов ЦБ.

По степени контроля компоненты предложения резервных денег разделяются на автономные и контролируемые.

@ *Автономное предложение ликвидности (autonomous liquidity supply)* – предложение денег, обусловленное спросом на деньги и не контролируемое ЦБ.

Автономное предложение ликвидности включает чистые иностранные активы, чистую позицию правительства на счетах ЦБ, наличные в обращении и прочие чистые статьи. Предложение денег по этим статьям в краткосрочной перспективе не зависит от действий ЦБ в области денежной политики.

• Чистые иностранные активы. При плавающем валютном курсе в короткий промежуток времени ЦБ обычно не осуществляет частых валютных интервенций и поэтому не контролирует свои ЧИА. При фиксированном курсе ЦБ вынужден постоянно производить интервенции для поддержания заданного уровня курса, тем самым ЦБ также не может контролировать предложение национальной валюты через этот канал. В очень короткой перспективе (до одной недели) изменения в предложении денег, вытекающие из колебаний ЧИА, должны быть хорошо известны ЦБ, поскольку сделки с иностранными активами и расчеты по ним обычно имеют лаг минимум в два рабочих дня. При наличии эффективного финансового рынка нежелательные колебания предложения ликвидности могут быть сглажены путем краткосрочных операций ЦБ на открытом рынке. Многие страны, где расчеты по операциям ЦБ с иностранной валютой происходили в момент сделки, перешли на отложенные расчеты. Краткосрочные колебания в ЧИА возникают часто в результате интервенций ЦБ на валютном рынке для сглаживания колебаний ликвидности. Эти колебания связаны с межстрановым движением краткосрочного капитала, который, в свою очередь, реагирует на три основных фактора: дифференциал процентных ставок, ожидаемые изменения валютного курса и изменения в оценке странового риска. Если дифференциал процентных ставок можно предвидеть в краткосрочном плане, то оценка двух других факторов может меняться ежечасно, что делает прогнозирование движения ЧИА весьма сложным, требует знания рыночных настроений, нежели совершенных эконометрических методов.

• Чистая позиция правительства по отношению к ЦБ – кредит правительству минус правительственные депозиты – находится за пределами контроля ЦБ, ведь по законодательству многих стран правительство имеет право автоматически получать кредит ЦБ и забирать или вносить депозиты на его счета. Движения средств по правительственным счетам в ЦБ могут быть весьма существенными, особенно в периоды выплаты зарплат государственным служащим, и оказывать сильное влияние на колебание ликвидности. Способы обеспечения предсказуемости движений средств на правительственных счетах включают: выплату ЦБ процента ниже рыночного по депозитам сверх определенного уровня или при снятии их со счетов до истечения определенного срока, что должно побудить правительство чрезмерно не наращивать депозиты и не манипулировать ими слишком часто; законодательную фиксацию среднего баланса, который правительство должно всегда поддерживать в ЦБ; введение требования, что все операции, проходящие по правительственным счетам, должны совершаться до полудня, что даст возможность ЦБ во второй половине дня оперативно среагировать на изменение ликвидности. Изменение чистой позиции правительства в ЦБ должно быть известно министерству финансов по крайней мере на несколько недель вперед. Она рассчитывается как текущие расходы + платежи по обслуживанию долга – доходы и дары – займы у коммерческих банков – новые выпуски государственных облигаций – чистое иностранное финансирование.

• Наличные в обращении – все банкноты и монеты за пределами банков. Изменения в спросе на наличные влияют на колебание банковских резервов, но не на размер резервных денег. Краткосрочный прогноз спроса на наличные основыва-

ется на прошлых трендах и находится под сильным влиянием сезонных колебаний и прочих временных параметров – дат выплаты зарплат, праздников, чрезвычайных ситуаций и пр. Спрос на наличные оценивается эконометрически с использованием показателей масштаба, таких как ВВП или частное потребление, поскольку он в большой степени зависит от изменения этих показателей. Однако в оценке спроса на наличные присутствует множество факторов, которые требуют принятия определенного суждения, нежели использования статистических расчетов. В числе факторов, изменяющих спрос на наличные, – введение новых электронных средств платежа, резкие изменения в уровне инфляции (в этих случаях практически все эконометрически оцененные функции спроса на наличные становятся непригодны для их прогноза), использование параллельной иностранной валюты (сдвиги в спросе между национальной и иностранной валютой в этом случае обусловлены в основном оценками политического риска и рисков изменения валютного курса). В рамках денежных союзов нестабильность в спросе на наличные в одной стране может вызвать соответствующую нестабильность в других.

• Прочие чистые статьи также включены в разряд автономных от решений ЦБ в силу того, что в основном в них отражаются временные разрывы в получении и отсылке платежей (*payment float*), которые особенно характерны в странах с низким уровнем развития платежной системы. Большие временные разрывы возможны, когда средства платежа все еще перевозятся обычными средствами транспорта, и электронные расчеты не применяются в полной степени. Оценить тенденцию прочих чистых статей можно только на базе прошлого опыта, и то весьма приблизительно.

@ *Контролируемое предложение ликвидности (policy liquidity supply)* – предложение денег, обусловленное спросом на деньги и контролируемое ЦБ.

На практике – это только кредитование ЦБ коммерческих банков и проведение им операций на открытом рынке.

Инструменты увеличения резервных денег

В таблице 4.3 показаны основные операции, которые может проводить ЦБ для контроля за предложением денег. Они отражаются на балансе одновременно, с одной стороны, ЦБ и, с другой, коммерческих банков или небанковских организаций, включая правительство, в зависимости от того, с кем ЦБ осуществляет свои операции. Предположим, что ЦБ проводит операции только с одним коммерческим банком и одной небанковской организацией. Наличие многих банков в банковской системе делает учет более сложным, но не изменяет существа анализа, который представлен в условных денежных единицах.

• *Приобретение ЦБ резервных активов*. Покупка ЦБ иностранной валюты, ценных бумаг или золота для пополнения своих резервных активов или для сдерживания роста курса национальной валюты приводит к росту резервных денег. Когда ЦБ приобретает у банка иностранную валюту на 100 единиц местной валюты, его резервные активы увеличиваются на 100 и одновременно счет резервов коммерческого банка в ЦБ увеличивается на 100. Поскольку каждый банк имеет счет в ЦБ, он просто добавляет 100 единиц на счет того банка, у которого он купил валюту. Симметрично в балансе банка активы увеличиваются на 100 и депозиты в его пассиве также возрастают на 100. В результате приобретения резервных активов резервные деньги увеличились.

• *Покупка Центральным банком ценных бумаг на открытом рынке (open market purchase)*. Если ЦБ приобретает, например, государственные облигации на вторичном рынке у одного из коммерческих банков на 100 единиц национальной валюты, его активы возрастают на

Таблица 4.3. Инструменты контроля ЦБ за резервными деньгами

Операция	Уровень контроля со стороны ЦБ	Центральный банк		Коммерческий банк		Небанковская организация	
		Активы	Пассивы	Активы	Пассивы	Активы	Пассивы
Операции ЦБ, увеличивающие предложение денег							
Приобретение ЦБ резервных активов	Полный	Иностранная валюта +100	Резервы +100	Резервы +100	Депозиты+100		
Приобретение ЦБ ценных бумаг	Полный	Ценные бумаги +100	Резервы +100	Ценные бумаги –100 Резервы +100		Ценные бумаги –100 Наличные деньги+100	
Предоставление займов правительству	Минимальный	Ценные бумаги +100	Наличные +100			Наличные деньги +100	Ценные бумаги + 100
Кредитование банков	Частичный	Кредит банку +100	Резервы +100	Резервы +100	Кредит ЦБ +100		
Кредитование государственных предприятий	Частичный	Кредит гос-предприятию +100	Наличные +100			Наличные +100 Ценные бумаги –100	
Операции ЦБ, сокращающие предложение денег							
Продажа ЦБ резервных активов	Полный	Иностранная валюта –100	Резервы –100	Резервы –100	Депозиты –100		
Продажа ЦБ ценных бумаг	Полный	Ценные бумаги –100	Наличные в обращении –100	Ценные бумаги +100 Резервы –100		Ценные бумаги+100 Наличные деньги –100	
Получение государственных депозитов	Минимальный		Резервы –100 Депозиты правительст-ва +100	Резервы –100	Депозиты правительст-ва –100	Депозит в банке –100 Депозит в ЦБ +100	
Получение иностранных депозитов	Минимальный		Резервы –100 Иностранные депозиты +100	Резервы –100	Иностранные депозиты –100		

эту же сумму, которая одновременно добавляется на счет этого банка в ЦБ, таким образом создаются резервные деньги. На стороне коммерческого банка происходит перегруппировка активов – запасы ценных бумаг сокращаются на 100, тогда как резервы увеличиваются на ту же сумму. Если же ЦБ покупает ценные бумаги не у банков, а у прочих организаций или частных лиц, то их оплата происходит обычно наличными деньгами. Соответственно активы небанковской организации также перегруппируются – запасы ценных бумаг сократятся, а наличные деньги возрастут на ту же сумму. При покупке ценных бумаг у банков и у небанковских организаций различие заключается в источнике роста резервных денег: при покупке у банков рост резервных денег происходит благодаря увеличению размера банковских резервов в ЦБ; а при покупке у небанковских организаций – из-за увеличения количества наличных денег в обращении. Результат тем не менее один и тот же – благодаря покупке Центральным банком ценных бумаг объем резервных денег увеличился.

• *Финансирование правительственных расходов*. Для финансирования своих расходов правительство может занять деньги в ЦБ. Такой заем может принять форму, например, продажи правительством Центральному банку своих казначейских векселей, за которые ЦБ платит наличными деньгами. В результате в балансе ЦБ активы в виде ценных бумаг возрастают на 100; на эту же сумму увеличиваются его пассивы за счет выпуска новых наличных денег в обращение, то есть создаются новые резервные деньги. На балансе министерства финансов возникают 100 единиц новых активов в виде наличных денег, а на стороне пассивов – обязательство перед ЦБ. В данном случае предложение денег увеличивается в момент, когда правительство оплачивает свои расходы за счет денег, полученных от ЦБ, то есть тогда, когда эти деньги попадают в руки предприятий и частных лиц, могут депонироваться на счет в банке и тем самым становятся источником мультипликации.

• *Кредитование банков*. Предоставление кредитов коммерческим банкам является нормальной функцией ЦБ, которая, тем не менее, приводит к росту резервных денег. Предоставление кредита банку – будь то для финансирования проекта общегосударственной важности или для краткосрочной подпитки ликвидностью в случае кратковременных трудностей – означает, что ЦБ попросту добавляет сумму кредита к остатку на счете банка в ЦБ, например к счету его обязательных резервов в ЦБ или его текущему счету. В результате общий уровень банковских резервов в ЦБ, а значит, и масса резервных денег возрастают.

• *Кредитование государственных предприятий*. Эффект от этой операции для резервных денег такой же, как и при кредитовании банков. Если кредит ЦБ предоставляет государственному предприятию через коммерческий банк как целевой кредит, записи в балансе идентичны кредитованию банков. Если же кредит предоставляется напрямую государственному предприятию (что весьма редко встречается преимущественно в развивающихся странах и во многих странах запрещено законом), то на балансе ЦБ появится запись об увеличении кредита государственным предприятиям и, соответственно, росте наличных денег. Предприятия со своей стороны зафиксируют получение наличности в активах и спишут часть других активов, которые использованы под залог, таких как ценные бумаги.

• *Рост прочих чистых статей*. Эта статья баланса может возрасти либо в силу роста прочих активов ЦБ, либо сокращения прочих пассивов. Поскольку в прочие чистые статьи относят все, что не может быть классифицировано по статьям баланса, описанным выше, верно идентифицировать источники их роста чрезвычайно важно. Обычно следующие факторы стоят за ростом прочих активов: неверно классифицированные кредиты ЦБ – правительству, банкам или

государственным предприятиям, которые показаны в числе прочих активов; рост основных фондов ЦБ; рост их рыночной стоимости в национальной валюте; рост стоимостной оценки иностранных резервов в местной валюте в случае падения ее курса, если эта оценка показывается в прочих чистых статьях, а не как отдельная статья баланса. В числе других факторов, влияющих на размер прочих чистых статей, важно отметить средства в расчетах, то есть банковские проводки, которые не закончены к концу отчетного периода.

Инструменты сокращения резервных денег

В таблице 4.3 показаны также основные операции, которые может проводить ЦБ с целью сокращения предложения денег. Как и операции по наращиванию предложения денег, они одновременно отражаются на балансе ЦБ и коммерческих банков или небанковских организаций, включая правительство, в зависимости от того, с кем ЦБ осуществляет свои операции.

• *Продажа иностранных активов*. Для сокращения резервных денег ЦБ может продать часть своих запасов иностранной валюты, золота или иностранных ценных бумаг. Такие операции осуществляются обычно с узким кругом коммерческих банков, счет которых в ЦБ дебетуется на сумму покупки ими иностранных активов у ЦБ. Симметрично резервы банка в его активах сокращаются, так же как и сокращаются депозиты в пассивах. В результате предложение резервных денег также сокращается.

• *Продажа Центральным банком ценных бумаг на открытом рынке (open market sale)*. Если ЦБ продает часть своих запасов государственных ценных бумаг путем операции на открытом рынке, он сокращает ликвидность либо банков, либо небанковских организаций в зависимости от того, кто является покупателем. Банки чаще всего для расчетов с ЦБ используют средства со своего резервного счета, что сокращает объем резервных денег путем уменьшения резервов банков. Небанковские организации обычно расплачиваются наличными с депозита в банке, что сокращает объем наличных денег, которые могут оказаться на руках у населения, и, соответственно, объем резервных денег.

• *Получение государственных депозитов на счет в ЦБ*. По закону многих, в основном развивающихся, стран правительство обязано держать свои счета только в ЦБ, тогда как в развитых странах эти счета могут находиться и в коммерческих банках. Движение депозитов на правительственных счетах оказывает большое влияние на колебание резервных денег. В наиболее сложном случае министерство финансов, переводя 100 денежных единиц на счет в ЦБ, забирает этот депозит в коммерческом банке с одного из счетов, где могут сосредоточиваться налоговые поступления. В результате в активах минфина происходит перегруппировка – депозиты в коммерческих банках сокращаются, тогда как депозиты в ЦБ растут на ту же сумму. На счетах банков в пассивах депозит минфина сокращается на 100 и на ту же сумму убывают его резервы в активах. Тем самым в пассиве баланса ЦБ банковские резервы сокращаются на 100, а депозиты минфина увеличиваются на 100. Однако поскольку в консолидированном балансе ЦБ государственные депозиты показываются в активах, а кредит правительству – как чистая величина (кредит минус депозиты), рост государственных депозитов отражается в сокращении банковских резервов. Сокращение резервов сокращает резервные деньги.

• *Получение иностранных депозитов на счета в ЦБ*. Если ЦБ привлекает депозиты в иностранной валюте на свои счета, чистые международные активы, представляющие собой разность иностранных активов и пассивов, в которых депозиты в иностранной валюте играют важную роль, сокращаются. Если такие депозиты переводятся из коммерческих

банков, записи в банке ЦБ и коммерческого банка полностью идентичны записям при внесении государственных депозитов со счетов коммерческих банков на счета ЦБ. В результате резервные деньги также сокращаются.

• *Сокращение прочих чистых статей.* Это может произойти, если прочие пассивы ЦБ возрастают в силу увеличения запасов своих ценных бумаг, которые ЦБ держит на балансе, роста собственного капитала ЦБ или стоимости внешней задолженности страны, если она показывается на счетах ЦБ. Прочие чистые статьи могут также сократиться в результате роста стоимостной оценки размера увеличения объема денег вследствие девальвации, если она имела место в прошлом.

Контроль за движением резервных денег не может быть полным. В аналитических целях источники резервных денег разделяют на незаемные, которые полностью контролируются ЦБ, и заемные, которые контролируются ими лишь частично. В числе рассмотренных выше инструментов увеличения и сокращения резервных денег есть как полностью контролируемые ЦБ, так и те, которые контролируются им частично. К числу полностью контролируемых инструментов относятся только операции по купле-продаже резервных активов, в случае если страна придерживается плавающего режима валютного курса, и операции на открытом рынке по купле-продаже ценных бумаг. Решения о том, когда и на какую сумму купить или продать иностранную валюту, принять депозит в иностранной валюте, продать или купить ценные бумаги, ЦБ принимает самостоятельно. Предоставление кредитов коммерческим банкам и государственным предприятиям контролируется ЦБ в значительной степени, но не полностью – ЦБ принимает решение о предоставлении таких кредитов и может устанавливать процентную ставку по ним, но он не может заставить банки и государственные предприятия взять такие кредиты. Если ЦБ видит необходимость увеличить предложение денег и открывает кредитное окно для банков, они могут отказаться принять такой кредит, если он не соответствует их кредитной политике в текущий момент.

Наконец, контроль ЦБ за предоставлением кредитов правительству в большинстве стран незначителен. Во многих странах ЦБ по закону просто обязан финансировать правительство, выполняя при этом функцию его финансового отдела. Поэтому решения о предоставлении кредитов правительству никак не зависят от воли самого ЦБ. В случае законодательной независимости ЦБ он имеет некоторую возможность повлиять на решение о выделении кредитов правительству или договориться с министерством финансов о графике движения государственных депозитов на счетах ЦБ. В некоторых развитых странах ЦБ законодательно запрещено финансировать правительство, что перекрывает этот канал создания резервных денег. Хотя практически всегда правительству разрешено или даже законодательно предписано держать депозиты в ЦБ. Эти депозиты обычно весьма велики и, соответственно, любое их колебание отражается на уровне резервных денег.

Итак, степень контроля ЦБ над резервными деньгами зависит от режима валютного курса, принятого в стране, степени независимости ЦБ от правительства и политики правительства по финансированию дефицита государственного бюджета. Предложение ликвидности может быть автономным и контролируемым. Эффективный ЦБ должен контролировать как колебания в уровне резервных денег, так и сдвиги в их композиции, которые не изменяют их уровня. ЦБ может увеличивать резервные деньги путем приобретения резервных активов, ценных бумаг через операции на открытом рынке, предоставление кредитов правительству, кредитование банков и государственных предприятий и контролируемого увеличения прочих чистых статей. ЦБ может сокращать резервные деньги путем продажи части своих ино-

странных активов, продажи ценных бумаг через операции на открытом рынке, получение государственных депозитов на свои счета, получение иностранных депозитов и контролируемого сокращения прочих чистых статей. Контроль ЦБ за движением резервных денег неполон – он целиком контролирует только операции с резервными активами и операции на открытом рынке; кредитование банков и государственных предприятий в значительной степени зависит также от их решения принять кредиты ЦБ, а кредитование правительства – от его политики бюджетного финансирования.

3. МУЛЬТИПЛИКАТОР

Формула предложения денег 4.1 показывает прямую связь резервных денег, создаваемых ЦБ, с широкими деньгами, которые являются денежным агрегатом, показывающим объем предложения денег в экономике.

Взяв производную по времени (t), изменение широких денег можно представить как

$$\frac{\partial RM}{\partial t} \times m + RM \times \frac{\partial m}{\partial t} = \frac{\partial M}{\partial t}. \qquad (4.7)$$

Из чего видно, что предложение денег может возрастать по двум причинам – роста резервных денег и роста мультипликатора.

@ *Денежный мультипликатор (money multiplier)* – коэффициент, рассчитываемый как отношение широких денег к резервным деньгам и показывающий, насколько изменяется предложение денег при увеличении резервных денег на единицу.

Сокращенно денежный мультипликатор нередко называют просто мультипликатором, который в данном случае важно не путать с кейнсианским мультипликатором автономных бюджетных расходов.

Из формулы 4.1 следует простая формула мультипликатора:

$$m = \frac{M}{RM}. \qquad (4.8)$$

Для выяснения факторов, влияющих на мультипликатор, необходимо проанализировать динамику его отдельных компонентов.

Краткая запись

Резервные деньги состоят из наличных денег (C-currency) и резервов банков в ЦБ (R-reserves), то есть $RM = C + R$. Широкие деньги состоят тоже из наличных денег (C-currency) и депозитов в банках (D-deposits), т.е. $M = C + D$. Тогда формулу предложения денег 4.1 можно переписать следующим образом:

$$(C + R) \times m = C + D. \qquad (4.9)$$

Откуда мультипликатор может быть представлен как

$$m = \frac{C + D}{C + R}. \qquad (4.10)$$

Разделив числитель и знаменатель правой части уравнения на D, получим следующее уравнение:

$$m = \frac{c + 1}{c + r}, \qquad (4.11)$$

где

$c = C/D$ – отношение наличных денег к депозитам,

$r = \mathrm{R/D}$ – отношение банковских резервов к депозитам.

Из формулы 4.11 видно, что если полагать c постоянным, то увеличение r приведет к сокращению мультипликатора, поскольку r находится в знаменателе дроби. Если же полагать r постоянным, то увеличение c также приведет к сокращению мультипликатора, поскольку знаменатель дроби растет быстрее, чем числитель.

Развернутая запись

Для более подробного анализа мультипликатор можно расчленить на еще более мелкие компоненты. Банковские депозиты состоят из депозитов до востребования D_d, депозитов на срок D_t, название которых различно в разных странах, но которые обычно называются срочными или сберегательными.

$$M = C + D_d + D_t. \qquad (4.12)$$

Банковские резервы (R) состоят из обязательных резервов по депозитам до востребования R_d^r (*required reserves on demand deposits*) и обязательных резервов по депозитам на срок R_t^r (*required reserves on time deposits*). Все депозиты банков в ЦБ, сверх обязательных, считаются избыточными резервами R^e (*excess reserves*).

$$RM = C + R_d^r + R_t^r + R^e. \qquad (4.13)$$

Норма обязательного резервирования (r) устанавливается обычно отдельно по депозитам до востребования как $r_d = \frac{R_d^r}{D_d}$ и по депозитам на срок как $r_t = \frac{R_t^r}{D_t}$, а отношение избыточных резервов к депозитам до востребования равно $r_e = \frac{R_t^e}{D_d}$. Выразив R_d^r, R_t^r и R_t^e как произведение нормы резервирования и объема депозитов соответствующего типа, резервные деньги можно переписать как

$$RM = C + r_d D_d + r_t D_t + r_e D_d. \qquad (4.14)$$

Из уравнений 4.13 и 4.14 хорошо видно, что в правой части каждого из них находятся наличные деньги C, которые не подвергаются мультипликации в процессе создания денег – дополнительная единица наличных, выпущенная в обращение ЦБ в процессе создания резервных денег, просто добавляет единицу наличных в состав широких денег. Никакой мультипликации наличных денег не происходит. Мультипликация возникает в процессе взаимодействия банковских резервов с депозитами.

Разделив широкие деньги (4.12) на резервные (4.14) деньги, мультипликатор равен

$$m = \frac{M}{RM} = \frac{C + D_d + D_t}{C + r_d D_d + r_t D_t + r_e D_d}. \qquad (4.15)$$

Поделив числитель и знаменатель на D_d и обозначив отношение депозитов на срок к депозитам до востребования как $b = \frac{D_t}{D_d}$, получаем развернутую запись мультипликатора

$$m = \frac{c + 1 + b}{c + r_d + r_t b + r_e}. \qquad (4.16)$$

Если норма обязательного резервирования для различного вид депозитов одинакова ($r_d = r_t = r$), а банки не имеют избыточных резервов ($r_e = 0$) или эти резервы относительно постоянны, развернутая формула мультипликатора приобретает следующий упрощенный вид:

$$m = \frac{c + 1 + b}{c + r_r(1 + b)}. \qquad (4.17)$$

Из формул 4.11 и 4.17 следует, что поведение мультипликатора зависит от движения ряда коэффициентов, которые отражают политику ЦБ, устанавливающего нормы обязательного резервирования, политику коммерческих банков в отношении избыточных резервов и поведение предприятий и частных лиц, определяющих наиболее оптимальное для них распределение имеющихся у них средств между наличными деньгами и депозитами.

Интерпретация изменения коэффициентов

ЦБ не может контролировать все компоненты мультипликатора. Для выяснения степени контроля необходимо детально проанализировать каждый коэффициент, входящий в его сокращенную и развернутую запись. Более того, определение составляющих коэффициентов, которые в принципе должны быть одинаковы и стан-

дартизированы на основе статистической методологии МВФ, на деле могут различаться от страны к стране, поскольку национальные ЦБ нередко при подсчете статистики отклоняются от общепринятых стандартов. Это создает дополнительные осложнения при сравнении поведения мультипликатора и его компонентов между различными странами.

Влияние коэффициентов, образующих мультипликатор, на его поведение лучше всего анализировать по отдельности с позиций сравнительной статики. Несмотря на то что в реальной жизни все коэффициенты и их компоненты изменяются одновременно, сравнительная статика позволяет в аналитических целях ответить на вопрос, как влияет на изменение мультипликатора изменение одного коэффициента или его компонента, если предположить, что все остальные коэффициенты неизменны. Ключевыми коэффициентами являются наличные/депозиты и резервы/депозиты, которые входят в сокращенное представление мультипликатора (формула 4.11).

Коэффициент наличные/депозиты (***currency/deposit ratio*** $c = \frac{C}{D}$) – отношение наличных денег к банковским депозитам. Этот коэффициент зависит от отношения населения и предприятий к проводимой макроэкономической политике, времени года и других сезонных явлений, оценки надежности банковской системы, наличия развитой банковской системы как таковой и практически не зависит от политики ЦБ и коммерческих банков. Коэффициент растет, когда спрос населения на наличные деньги возрастает и удовлетворяется либо за счет увеличения предложения наличных денег, либо за счет сокращения депозитов, преимущественно до востребования. Поэтому нередко этот коэффициент представляют как соотношение наличных/депозитов до востребования. Рост коэффициента наличные/депозиты сокращает мультипликатор.

Следующие ключевые факторы, которые в целом совпадают с факторами роста спроса на наличные деньги, влияют на динамику этого коэффициента:

- *Уровень экономического развития страны и благосостояния ее граждан.* Люди с высокими доходами, по крайней мере в развитых странах, предпочитают сберегать средства на банковских депозитах. Рост коэффициента на протяжении нескольких лет может свидетельствовать о падении среднего уровня доходов и благосостояния. Этот коэффициент обычно возрастает, когда растет доля потребления в ВВП, поскольку спрос на деньги более привязан к потреблению, чем к ВВП. Чем богаче страна, тем меньше коэффициент наличные/депозиты.
- *Процент, выплачиваемый банками по депозитам.* Если сбережения в форме наличных денег не приносят процента, то их вложение в форме депозита приносит процент. Поэтому сокращение коэффициента может свидетельствовать о росте привлекательности депозитов и, следовательно, доверия к банковской системе. Чем выше рыночный процент, тем меньше коэффициент наличные/депозиты.
- *Оценка риска в банковской сфере.* Коэффициент увеличивается, если население предпочитает держать больше наличных для транзакционных целей, поскольку не верит в сохранность своих денег в банках. Коэффициент также резко возрастает, если происходит банкротство одного или нескольких банков и люди с пошатнувшейся верой в банковскую систему спешат забрать свои деньги и спрятать их дома. Чем выше банковский риск, тем больше коэффициент наличные/депозиты.
- *Сезонные факторы.* Коэффициент может возрастать в период приближения периода летних отпусков, Нового года, Рамадана или других праздников, когда люди традиционно тратят больше, преимущественно расплачиваясь наличными. Соответственно, в неактивный сезон спрос на наличные деньги снижается и коэффициент падает. Чем ближе лето и праздники, тем больше коэффициент наличные/депозиты.

• *Неучтенная деятельность.* Рост коэффициента может свидетельствовать об увеличении спроса на наличные, которые являются основным средством платежа в теневой экономике. В некоторых странах этот коэффициент всегда высокий, поскольку в провинции просто нет банков и единственный способ сберегать деньги – держать наличные дома. Чем шире размах неучтенной экономической деятельности, тем больше коэффициент наличные/депозиты.

В силу наличия большого числа факторов, влияющих на движение этого коэффициента, механическая интерпретация его изменения невозможна. Для интерпретации необходимо установить – путем опроса лиц, вовлеченных в банковскую деятельность, – самый важный из перечисленных факторов, от которого зависела его динамика в последнее время.

Стабильность коэффициента наличные/депозиты является важнейшим условием применимости количественной модели денег в целом к анализу предложения денег в конкретной стране. Если предпочтения клиентов банков между наличными и депозитами нестабильны, постоянно колеблются и не поддаются сколько-нибудь точному прогнозированию, количественная модель предложения денег оказывается весьма слабым средством анализа. Если же с известной степенью условности можно предположить, что этот коэффициент неизменен (останется на уровне предыдущего года), стабильно растет или убывает (скажем, на 5% в месяц) или колеблется по предсказуемой модели (например, растет на 30% летом или следует инфляции), то количественная модель предложения денег оказывается весьма эффективным средством их анализа и прогнозирования.

Коэффициент резервы/депозиты (***reserve/deposit ratio,*** $r = \frac{R}{D}$) – отношение банковских резервов к имеющимся у них депозитам. Этот коэффициент показывает степень обеспеченности банковских депозитов имеющимися у них резервами. Рост коэффициента резервы/депозиты сокращает мультипликатор.

Коэффициент резервы/депозиты отражает следующие факторы, которые включают как факторы, контролируемые ЦБ, так и ряд факторов вне его контроля. К ним относятся:

• *Норма обязательного резервирования.* Поскольку резервы состоят из обязательных и избыточных, этот коэффициент отражает политику ЦБ, устанавливающего минимальный размер обязательных резервов, который все банки должны поддерживать, и политику самих банков, решающих, сколько сверхнормативных резервов им поддерживать. Чем выше норма обязательного резервирования, тем больше коэффициент резервы/депозиты.

• *Учетная ставка ЦБ.* Чтобы обезопасить себя от ситуации, когда достаточно большое число депонентов решит одновременно забрать свои депозиты, у банка есть два варианта – поддерживать большие избыточные резервы или прибегнуть к временному финансированию ЦБ, за которое они должны заплатить установленный ЦБ процент. Тем самым размер избыточных резервов, а значит, и общий объем резервов банков зависят от уровня учетной ставки ЦБ – процента, который ЦБ берет по своим кредитам. Если процентная ставка невысока, банки обычно поддерживают невысокий уровень избыточных резервов, поскольку в любой момент они могут получить недорогой заем в ЦБ. Если же процент ЦБ высок, банки поддерживают значительные избыточные резервы, чтобы застраховаться от риска одновременного изъятия большим количеством клиентов своих депозитов. Чем выше учетная ставка ЦБ, тем больше коэффициент резервы/депозиты.

• *Рыночная процентная ставка.* В большинстве стран ЦБ не платит процент банкам по обязательным и избыточным резервам, которые тем самым представляют собой средства, полностью выключенные из процесса создания банковской прибыли. Если бы банки держа-

ли эти резервы в виде депозитов друг у друга или выдали их в виде кредита, они бы получили по ним процент. Соответственно, неполученный процент является скрытой стоимостью поддержания резервов, и банки вынуждены принимать во внимание размеры упущенной прибыли, когда они решают, сколько избыточных резервов иметь. Чем выше рыночный процент, тем меньше коэффициент резервы/депозиты.

• *Банковская политика избыточных резервов*. Чем больше избыточных резервов имеется у банка, тем менее вероятно, что ему придется занимать средства в случае потребности на межбанковском рынке или в ЦБ. Однако помимо чисто монетарных соображений, банковская политика избыточных резервов принимает во внимание неопределенность поведения вкладчиков. Банки составляют прогнозы притока-оттока депозитов в зависимости от состояния макроэкономики, сезонных факторов, собственной депозитарной политики и на этой базе строят политику избыточных резервов. При неизменной депозитной базе чем выше избыточные резервы, тем больше коэффициент резервы/депозиты.

Коэффициент резервы/депозиты всегда меньше 1, поскольку в активах банков помимо резервов находятся их кредиты, тогда как пассивы, помимо собственного капитала, практически полностью состоят из депозитов. Причины изменения этого коэффициента кроются в изменении одного или нескольких из пяти факторов, перечисленных выше. Его сокращение обычно сигнализирует о нарастании напряженности в банковской системе, поскольку падает размер резервов, приходящийся на единицу депозитов. Такое сокращение может быть вызвано политикой ЦБ, направленной на снижение резервных требований или ставки рефинансирования, что позволяет банкам держать меньше обязательных резервов, общеэкономической ситуацией в стране, побуждающей банки держать меньше избыточных резервов, увеличением объема депонированных средств. Как видно, механическая интерпретация изменения этого коэффициента также невозможна. Причины движения его компонентов в определенный период можно определить только на основе опроса лиц, вовлеченных в банковскую деятельность (см. файл «Глава 4. Решение проблемы 4.1»).

Решение проблемы 4.1. Факторы, влияющие на изменение мультипликатора (сокращенная запись)

	c	*r*	*m*
Сентябрь	**0,30**	0,20	2,40
Октябрь	**0,40**	0,20	2,00
Сентябрь	0,30	**0,20**	2,40
Октябрь	0,30	**0,30**	2,17

Используйте файл «Глава 4. Решенные проблемы», лист «Сокращенная запись». Рост коэффициента наличные/депозиты приводит к сокращению мультипликатора и, следовательно, предложения денег. Подставляя соответствующие данные в формулу 4.11 и предположив, что в октябре *c* вырос с 0,3 до 0,4, тогда как *r* остался неизменным, *m* сокращается с 2,40 до 2,00.

Рост коэффициента резервы/депозиты приводит к сокращению мультипликатора и, следовательно, предложения денег. Подставляя соответствующие данные в формулу 4.11 и предположив, что в октябре *r* вырос с 0,2 до 0,3, тогда как *c* остался неизменным, *m* сокращается с 2,40 до 2,17.

Другие коэффициенты, входящие в состав развернутой записи мультипликатора, также важны для понимания его динамики.

Коэффициент срочные депозиты/депозиты до востребования (time deposit/demand deposit ratio, $b = \frac{D_t}{D_d}$) – отношение депозитов на срок к депозитам до востребования. Этот коэффициент показывает динамику предпочтений вкладчиков между высоколиквидными и низколиквидными вкладами. Его рост означает, что депозиты на срок растут быстрее (или убывают медленнее), чем депозиты до востребования, доверие вкладчиков к банковской системе укрепляется, они готовы связать свои деньги на более продолжительный срок в ожидании получения несколько более высокого процента. Полагая, что все остальные компоненты мультипликатора, и особенно норма обязательного резервирования, остаются неизменными, быстрый рост депозитов на срок, в свою очередь, означает, что одновременно должны увеличиваться обязательные резервы банков в ЦБ, которые используются для страхования этого вида депозитов. Поскольку объем резервных денег считается также неизменным, рост резервов по депозитам на срок может произойти только вследствие сокращения резервов по депозитам до востребования. Рост депозитов на срок приводит к увеличению мультипликатора, потому что норма обязательного резервирования по депозитам на срок обычно ниже, чем по депозитам до востребования. Поэтому депозиты на срок мультиплицируются быстрее, чем депозиты до востребования. Из формулы 4.17 видно, что, поскольку $r_r < 1$ b в числителе больше, чем $r_r b$ в знаменателе, рост коэффициента срочные депозиты/депозиты до востребования увеличивает мультипликатор.

Норма обязательного резервирования по депозитам до востребования (required reserves ratio on demand deposits, $r_d = \frac{R_d^o}{D_d}$). Эта норма представляет собой устанавливаемый ЦБ коэффициент, показывающий, какую часть депозитов до востребования банки должны в обязательном порядке держать в качестве резервов, которые могут находиться как на счете ЦБ, так и на блокированном счете в самих банках. Если ЦБ увеличивает эту норму, то банки вынуждены блокировать растущую часть депозитов, которые тем самым не могут участвовать в мультипликативном процессе. Если при этом рассматривать объем резервных денег как неизменный, то сокращение предложения денег может произойти только вследствие сокращения мультипликатора. Норма обязательного резервирования по депозитам до востребования обычно самая высокая из всех устанавливаемых ЦБ, так как такие депозиты высоколиквидны и банки должны поддерживать достаточное количество средств на своих счетах, чтобы гарантировать их выдачу клиентам. Увеличение нормы обязательного резервирования по депозитам до востребования сокращает мультипликатор.

Норма обязательного резервирования по депозитам на срок (required reserves ratio on time deposits, $r_t = \frac{R_t^r}{D_d}$) – устанавливаемый ЦБ коэффициент, показывающий, какую часть срочных депозитов банки должны в обязательном порядке держать в качестве резервов. Этот коэффициент обычно меньше нормы обязательного резервирования по депозитам до востребования, ибо клиенты добровольно согласились оставлять свои деньги в банке в течение определенного срока и банки не обязаны немедленно выдавать их по первому требованию клиентов. Следовательно, страховочные резервы по этому типу депозитов могут быть меньше. Увеличение нормы обязательного резервирования по депозитам на срок ведет к сокращению мультипликатора.

Коэффициент избыточные резервы/депозиты до востребования (excess reserves/demand deposits ratio, $r_e = \frac{R_t^e}{D_d}$) –

Решение проблемы 4.2. Факторы, влияющие на мультипликатор (развернутая запись)

Используйте файл «Глава 4. Решенные проблемы», лист «Развернутая запись».

Факторы, влияющие на изменения мультипликатора

	c	b	r_d	r_t	r_e	m
Сентябрь	**0,30**	0,80	0,15	0,10	0,40	2,26
Октябрь	**0,40**	0,80	0,15	0,10	0,40	2,14
Сентябрь	0,30	**0,80**	0,15	0,10	0,40	2,26
Октябрь	0,30	**1,10**	0,15	0,10	0,40	2,50
Сентябрь	0,30	0,80	**0,15**	0,10	0,40	2,26
Октябрь	0,30	0,80	**0,20**	0,10	0,40	2,14
Сентябрь	0,30	0,80	0,15	**0,10**	0,40	2,26
Октябрь	0,30	0,80	0,15	**0,13**	0,40	2,20
Сентябрь	0,30	0,80	0,15	0,10	**0,40**	2,26
Октябрь	0,30	0,80	0,15	0,10	**0,50**	2,04

Рост коэффициента наличные/депозиты сокращает мультипликатор, следовательно, предложение денег. Если c вырос в октябре по сравнению с сентябрем с 0,30 до 0,40, тогда как все остальные коэффициенты остались неизменными, m сократится с 2,26 до 2,14.

Рост коэффициента срочные депозиты/депозиты до востребования приводит к росту мультипликатора и, следовательно, предложения денег. Подставляя соответствующие данные в формулу 4.17 и предположив, что в октябре b вырос с 0,8 до 1,1, тогда как все остальные коэффициенты остались неизменными, m увеличивается с 2,26 до 2,50.

Увеличение нормы обязательного резервирования по депозитам до востребования приводит к сокращению мультипликатора и, следовательно, предложения денег. Предположив, что в октябре ЦБ увеличил r_d с 0,15 до 0,20, тогда как все остальные коэффициенты остались неизменными, m сокращается с 2,26 до 2,14.

Увеличение нормы обязательного резервирования по срочным депозитам также приводит к сокращению мультипликатора и, следовательно, предложения денег. Предположив, что в октябре ЦБ увеличил r_t с 0,10 до 0,13, тогда как все остальные коэффициенты остались неизменными, m сокращается с 2,26 до 2,20.

Увеличение коэффициента избыточные резервы/депозиты до востребования приводит к сокращению мультипликатора и, следовательно, предложения денег. Предположив, что в октябре r_e возрос с 0,40 до 0,50, тогда как все остальные коэффициенты остались неизменными, m сокращается с 2,26 до 2,04.

отношение избыточных резервов к депозитам до востребования. Этот коэффициент показывает оценку банками вероятности оттока депозитов: чем выше эта вероятность, тем больше избыточных резервов поддерживается банками. Рост коэффициента, если это происходит из-за увеличения избыточных резервов, может также означать возникновение проблемы спроса на кредит: банки, будучи не в состоянии найти проекты для финансирования и заемщиков, которым они могут верить, вместо предоставления кредитов накапливают избыточные резервы. Рост коэффициента может также означать, что рыночная процентная ставка недостаточно привлекательна для банков, чтобы они захотели предоставлять кредиты. Чем выше процентная ставка, тем ниже обычно бывает уровень избыточных резервов и, следовательно, коэффициент. Рост коэффициента избыточные резервы/депозиты до востребования сокращает мультипликатор.

Очевидно, что факторы, стоящие за изменением каждого из компонентов мультипликатора, должны быть разделены на главные и второстепенные. Это позволит определить, в какой степени движение каждого из них компенсируется или усиливается движением других факторов. Иллюстрация воздействия изменений отдельных коэффициентов на движение мультипликатора в условиях сравнительной статики, когда все остальные коэффициенты остаются неизменными, дана в файле «Глава 4. Решение проблемы 4.2».

Итак, денежный мультипликатор представляет собой отношение широких денег к резервным деньгам и показывает, насколько увеличивается предложение широких денег при увеличении резервных денег на единицу. Динамика мультипликатора зависит от динамики его отдельных компонентов, которые можно вычленить путем его представления в виде краткой и развернутой записи. Коэффициенты, входящие в состав мультипликатора, отражают политику ЦБ, политику коммерческих банков, поведение небанковских организаций и вкладчиков. Механическая интерпретация движения коэффициентов невозможна, поскольку каждый из них зависит от одновременного изменения ряда макроэкономических факторов, среди которых необходимо определить главный. Ключевыми коэффициентами являются наличные/депозиты и резервы/депозиты.

4. ШИРОКИЕ ДЕНЬГИ

Полная модель предложения денег

Предложение денег зависит от динамики резервных денег и мультипликатора. Полная модель предложения денег представляет собой по существу соединение модели резервных денег (формула 4.14) с моделью мультипликатора (формула 4.17):

$$M = \frac{c+1+b}{c+r_r(1+b)} \times \\ \times (C + r_d D_d + r_t D_t + r_e D_d). \qquad (4.18)$$

Такая количественная модель используется Центральными банками большинства стран мира для анализа и принятия решений в сфере денежной политики.

Формула 4.18 сводит воедино основные факторы, которые влияют на предложение денег. Эти факторы можно также суммировать, как показано на рис. 4.1.

Все эти показатели, в свою очередь, функционально зависят от других макроэкономических показателей, которые непосредственно не включены в формулу 4.18, таких, например, как процентная ставка, но подразумеваются в динамике других показателей. Более того, воздействие движения отдельных показателей определяется относительной чувст-

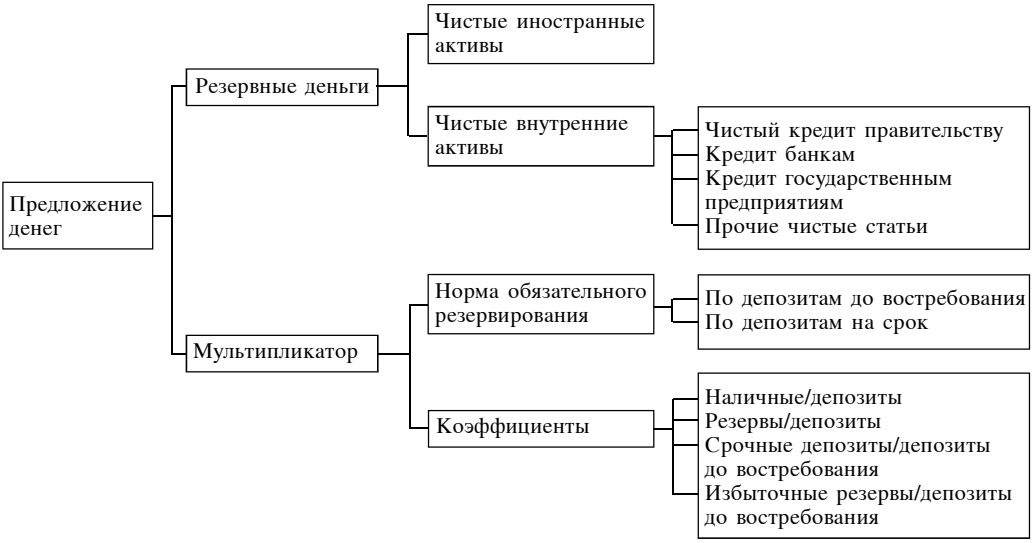


Рисунок 4.1. Факторы, влияющие на предложение денег

вительностью предложения денег к изменению каждого из них. Например, рост нормы обязательного резервирования увеличивает резервные деньги, но снижает мультипликатор. Соответственно, его влияние на предложение денег в целом будет зависеть от того, к какому из двух компонентов – мультипликатору или резервным деньгам – широкие деньги более чувствительны.

Многие из этих показателей, входящих в развернутое представление предложения денег, например предпочтения вкладчиков или политика банков относительно избыточных резервов, трудно либо невозможно оценить количественно. Оценка их движения может осуществляться только путем принятия определенного суждения, основанного на накопленном опыте и индивидуальной экспертизе, но никак ни на основании количественной оценки. Поэтому формула предложения денег является не более чем иллюстрацией этого процесса, одним, хотя и весьма существенным, компонентом принятия решений. Ни в коем случае ее нельзя воспринимать как жесткое математическое тождество, зависящее от входящих в нее компонентов.

В аналитических целях резервные деньги в модели предложения денег можно представить следующим образом:

$$M = \frac{c+1+b}{c+r_r(1+b)} \times \times (RM_n + RM_b - R^e), \qquad (4.19)$$

где RM_n – незаемные (*non-borrowed reserve money*) резервные деньги, создаваемые Центральным банком путем проведения операций на открытом рынке, и RM_b – соответственно заемные (*borrowed reserve money*) резервные деньги, создаваемые ЦБ путем предоставления займов правительству, банкам или государственным предприятиям. Поскольку часть как незаемных, так и заемных резервных денег может оказаться в составе избыточных резервов R^e (*excess reserves*), их необходимо вычесть из уравнения. Незаемная часть резервных денег находится под полным контролем ЦБ, тогда как заемная часть контролируется ЦБ только частично, потому что в то время как ЦБ может принимать решения о выдаче централизованных кредитов, заемщики решают сами, когда и в каких масштабах привлекать такие кредиты.

Иерархия факторов, влияющих на предложение денег

Точную иерархию, расставляющую факторы от самого важного до самого незначительного, создать очень сложно. С большой степенью условности при анализе предложения денег в конкретной стране можно сравнить получаемые результаты со следующей условной иерархией, которая больше всего применима к странам с относительно хорошо развитой денежной системой. На первом месте в этой иерархии наиболее важный фактор, от незначительного изменения которого предложение денег меняется очень существенно, а на последнем – соответственно, наименее значимый фактор (табл. 4.4).

Коэффициент наличные/депозиты (c). Сдвиги в этом коэффициенте обычно сильно влияют на мультипликатор и, следовательно, на предложение денег. В целом, чем стабильнее или по крайней мере предсказуемее этот коэффициент, тем более точно количественная модель позволяет программировать предложение денег.

Незаемная часть резервных денег (RM_n). В развитых странах часть резервных денег, создаваемая путем операций ЦБ на открытом рынке, обычно бывает весьма значительной. Такие операции используются для управления предложением денег и сглаживания их нежелательных колебаний.

Заемная часть резервных денег (RM_b). В развивающихся странах с небольшим финансовым рынком основным способом регулирования предложения резервных денег и, следовательно, через мультипликатор широких денег является кредитная политика ЦБ.

Коэффициент резервы/депозиты (r). Этот коэффициент оказывает значительное влияние на предложение денег через мультипликатор. В то время как его воздействие на предложение денег через резервные деньги, которые растут вследствие его увеличения, весьма незначительно. Таким образом, несмотря на взаимно компенсирующий эффект, чем больше ЦБ поднимает норму обязательного резервирования, тем сильнее сокращается предложение денег.

Коэффициент депозиты на срок/депозиты до востребования (b). Воздействие этого коэффициента на процесс предложения денег весьма невелико в силу того, что он входит в числитель и знаме-

Таблица 4.4. Факторы, влияющие на компоненты предложения денег

Фактор	Воздействие фактора на		
	резервные деньги	мультипликатор	широкие деньги
Рост коэффициента резервы/депозиты	0	–	–
Рост коэффициента наличные/ депозиты	0	–	–
Увеличение нормы обязательного резервирования	0	–	–
Покупка на открытом рынке	+	0	+
Продажа на открытом рынке	–	0	–
Кредитование ЦБ правительства, банков и государственных предприятий	+	0	+
Получение депозитов на счета в ЦБ	–	0	–
Увеличение процентной ставки ЦБ	–	0	–

+ означает рост показателя в результате роста фактора,
– означает сокращение показателя в результате роста фактора,
0 означает, что показатель может не реагировать на рост фактора.

натель мультипликатора и тем самым изменяет его ненамного.

Контролирующие агенты

Факторы, влияющие на предложение денег, могут быть разделены на факторы, контролируемые ЦБ и зависящие от поведения банков, правительства, вкладчиков и небанковских предприятий. Причем факторы, находящиеся под контролем ЦБ, играют наиболее важную роль (табл. 4.5).

Итак, предложение широких денег зависит от факторов, влияющих на их ключевые компоненты – резервные деньги и мультипликатор. Степень влияния каждого из компонентов зависит от того, к какому из них широкие деньги более чувствительны. Незаемная часть резервных денег находится под полным контролем ЦБ, тогда как заемная часть контролируется ЦБ только частично, потому что в то время как ЦБ может принимать решения о выдаче централизованных кредитов, заемщики решают сами, когда

Таблица 4.5. Контроль над факторами, влияющими на предложение денег

Контролирующий агент	Переменная	Изменение переменной	Реакция предложения денег	Причина
Центральный банк	r_d – норма обязательного резервирования по депозитам	+	–	Больше депозитов до востребования блокированы в ЦБ и не участвуют в процессе мультипликации
	r_t – норма обязательного резервирования по депозитам на срок	+	–	Больше депозитов на срок блокированы в ЦБ и не участвуют в процессе мультипликации
	r_r – (единая) норма обязательного резервирования	+	–	Больше депозитов блокированы в ЦБ и не участвуют в процессе мультипликации
	C – наличные деньги	+	+	Больше наличных денег выпущено в обращение и больше объем резервных денег
	i – процентная ставка по кредитам ЦБ	+	+	Чем дороже кредит ЦБ, тем меньше спрос на него и меньше резервные деньги
Правительство	Кредит ЦБ правительству	+	+	Рост заимствований правительства у ЦБ приводит к росту резервных денег
Банки	r_e – коэффициент избыточные резервы/депозиты до востребования	+	+	Рост избыточных резервов увеличивает резервные деньги
Вкладчики	c – коэффициент наличные/депозиты	+	–	Наличные, которых становится больше относительно депозитов, не участвуют в мультипликации
	b – коэффициент срочные депозиты/депозиты до востребования	+	+	Срочные депозиты мультиплицируются быстрее, чем депозиты до востребования
	$D = D_d + D_t$ депозиты	+	+	Рост депозитов увеличивает предложение денег

и в каких масштабах привлекать такие кредиты. Наиболее существенное влияние на изменение предложения денег оказывают движения коэффициента наличные/депозиты и незаемной части резервных денег в развитых и заемной части в развивающихся странах, тогда как роль остальных коэффициентов более ограничена. Факторы, влияющие на предложение денег, могут быть разделены на факторы, контролируемые ЦБ и зависящие от поведения банков, правительства, вкладчиков и небанковских предприятий.

5. ПРОГРАММИРОВАНИЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ ДЕНЕГ

Последовательность программирования

Программа предложения денег – это имеющая экономический смысл и поддающаяся интерпретации совокупность прогнозов отдельных статей предложения денег на ближайшее будущее. В целом спрос на деньги в краткосрочной и среднесрочной перспективе должен рассчитываться на основе количественной или функциональной модели, рассмотренной ранее с использованием одного из четырех альтернативных правил – соответствия росту номинального ВВП, постоянного темпа роста денежной массы, поддержания уровня цен или номинальной фиксации процентной ставки – в качестве теоретически обоснованной цели денежной политики. Программирование предложения денег включает три основных этапа: программирование обзора денежной сферы, программирование счетов денежных властей и программирование консолидированного баланса коммерческих банков (табл. 4.6).

Обзор денежной сферы

Прогнозирование элементов чистых иностранных активов денежной сферы предполагает прямую связь с платежным балансом. Отдельные элементы прогноза платежного баланса должны точно соответствовать изменениям в ЧИА. Следующие моменты необходимо принимать во внимание:

- Обзор денежной сферы показывает остатки (запасы) денег внешнего и внутреннего происхождения на конец года; платежный баланс характеризует денежные потоки между резидентами и нерезидентами в течение года. Поэтому запас денег, отражаемый в обзоре денежной сферы, на конец прошлого года плюс поток денег иностранного происхождения в течение текущего года будет равен запасу денег на конец текущего года.
- Положительное сальдо платежного баланса в целом означает аккумуляцию резервов в составе чистых иностранных активов ЦБ. Соответственно, если на будущий год прогнозируется положительное сальдо платежного баланса определенной величины, рост иностранных активов ЦБ должен быть спрогнозирован как минимум на эту же величину.
- Потоки иностранных активов, которые могут быть связаны с активами и пассивами коммерческих банков, находятся над чертой платежного баланса и отражаются в статьях движений краткосрочного капитала и краткосрочного заимствования. Эти статьи не имеют прямой количественной связи с ЧИА банков в обзоре денежной сферы, поскольку краткосрочный капитал может перемещаться из страны в страну и за пределами банков – займы могут брать предприятия, частные лица могут покупать иностранные акции и т.д. Однако общее направление движения (рост или сокращение) по этим статьям при прогнозе обзора денежной сферы может быть одинаковым с платежным балансом.
- В платежном балансе денежные потоки отражены и прогнозируются в долларах, тогда как обзор денежной сферы составляется в национальной валюте. Для конвертации должен использоваться ва-

Таблица 4.6. Последовательность программирования компонентов предложения денег

Последовательность прогнозирования	Источники данных
Прогноз спроса на деньги рассматривается как исходный пункт	Прогноз по количественной или функциональной модели
I. Обзор денежной сферы	
1. Равенство спроса и предложения денег	Прогноз спроса на деньги
2. Чистые иностранные активы	Прогноз платежного баланса
3. Чистые требования к правительству	Прогноз бюджета
4. Прочие чистые статьи	Неизменны или изменяются по тренду валютный курс
5. Требования к частному сектору	Остаточная величина в обзоре денежной сферы
6. Деньги	Тренд выше или ниже тренда спроса на деньги
7. Квазиденьги	Тренд ниже или выше тренда спроса на деньги
II. Счета денежных властей	
8. Динамика мультипликатора	Прошлый тренд, изменения норм резервирования
9. Резервные деньги	Широкие деньги, деленные на мультипликатор
10. Чистые иностранные активы	Прогноз аккумуляции резервов ЦБ из платежного баланса
11. Кредит правительству	Прогноз финансирования бюджета из ресурсов ЦБ
12. Прочие чистые статьи	Неизменен или изменяется по тренду валютный курс
13. Кредит банкам	Тренд кредита частному сектору
14. Компоненты резервных денег	Наличные из обзора денежной сферы, депозиты банков по тренду резервных денег
III. Консолидированный баланс коммерческих банков	
15. Статьи, спрогнозированные в обзоре денежной сферы	Иностранные активы и пассивы, кредит частному сектору, депозиты
16. Статьи, спрогнозированные в счетах денежных властей	Наличные вне банков и банковские резервы
17. Статьи, получаемые как разность двух предыдущих пунктов	Требования к правительству
18. Статьи, принимаемые неизменными в реальном выражении	Прочие чистые статьи
19. Статьи, рассматриваемые как пропорциональные другим статьям	Компоненты более широких категорий

лютный курс национальной валюты, спрогнозированный на конец будущего года.

• В простейшем случае, применимом для многих развивающихся стран, где статистика платежного баланса не позволяет выделить потоки, связанные с движением иностранных активов и пассивов КБ, изменение прогнозируемых ЧИА банков принимается равным изменению ЧИА ЦБ и сальдо платежного баланса, конвертированному в национальную валюту по курсу, прогнозируемому на конец будущего года. Изменение ЧИА КБ считается равным нулю.

Прогноз чистых требований к правительству со стороны банковской системы основан на прогнозе бюджетного дефицита на будущий год. Этот дефицит – полностью или частично – может финансироваться банковской системой. Источ-

ников финансирования в банковской системе два – ЦБ и КБ; способов финансирования также два – получение кредитов от банков или снятие правительством денег со своих банковских счетов. Поэтому необходимо принять предположение, как именно будет финансироваться дефицит. Обычно, если правительство не настаивает на ином, предполагается, что весь бюджетный дефицит будет финансироваться за счет банковских кредитов, изменение правительственных депозитов в банках полагается равным нулю. В большинстве развивающихся стран единственным источником финансирования бюджетного дефицита является кредит ЦБ, притом что кредиты правительству со стороны КБ либо незначительны, либо вообще отсутствуют. Как в случае с ЧИА, чистые требования к правительству в обзоре денежной сферы представляют собой запас, тогда как финансирование дефицита под чертой бюджета – поток. Поэтому, прибавляя поток, спрогнозированный на следующий год к запасу на конец текущего года, получается запас на конец будущего года.

Прогноз прочих чистых статей всегда очень сложен, поскольку их изменение отражает как минимум три компонента: движение активов и пассивов, не включенных ни в одну из рассмотренных выше категорий, которые могут быть весьма многочисленны; движение валютного курса, которое отражается в статье и представляет эквивалент оценочных изменений; возможные ошибки в классификации банковских операций, возникающие при составлении аналитического представления баланса. Если эквивалент оценочных изменений прогнозируется отдельно для активов и пассивов, особое внимание следует обращать на знак. В активах обесценение валютного курса ведет к росту эквивалента оценочных изменений, который должен вычитаться из прочих активов, а в пассиве – к его сокращению, который должен добавляться к пассивам. Если эквивалент оценочных изменений прогнозируется на чистой основе и показывается в прочих чистых статьях, то при обесценении национальной валюты прочие чистые статьи, куда он включен, должны сокращаться. Тем самым, если реального роста ЧИА не было, их сумма с эквивалентом оценочных изменений на конец текущего и будущего годов должна остаться неизменной.

Кредит негосударственному сектору является остаточной величиной. Чтобы вычислить кредит, на который может претендовать негосударственный сектор, из суммы активов (равной пассивам) в будущем году надо вычесть ЧИА, чистый кредит правительству и прочие чистые статьи. Изменение запасов кредита между концом текущего и концом будущего года – это тот самый поток кредита, который получит в свое распоряжение негосударственный сектор. По номинальному размеру кредита нельзя судить о его адекватности нуждам экономического роста страны в следующем году. Дефлировав этот поток на соответствующий прогнозируемый индекс цен, необходимо удостовериться, что размер этого потока адекватен прогнозу роста реального сектора экономики.

Прогноз компонентов широких денег основывается на суждении о том, каковы будут тенденции спроса на деньги в будущем году – будут ли люди требовать больше наличных для текущих расходов и открывать депозиты до востребования или они будут сберегать средства на срочных депозитах. Обычно считается, что в случае, когда в будущем году ожидается устойчивая экономическая стабильность, будет укрепляться доверие к банковской системе, люди будут больше сберегать средств для крупномасштабных инвестиций. В противном случае спрос на наличные деньги будет расти относительно быстрее, чем на широкие деньги в целом, а на квазиденьги – относительно медленнее. Тем самым прогноз динамики квазиденег должен быть противоположен динамике денег. Квазиденьги должны сокращаться, если прогноз темпа роста денег будет выше темпа роста широких денег, и расти, если прогноз темпа роста денег ниже темпа роста спроса на широкие деньги.

На прогноз компонентов широких денег сильно влияют два явления – сезонность в спросе на деньги и прогноз изменения чистых иностранных активов КБ. Сезонность оказывает сильное влияние на спрос на компоненты широких денег. Учет сезонных колебаний особенно важен при прогнозировании поквартального спроса на компоненты широких денег. Поскольку депозиты в иностранной валюте входят в состав квазиденег, в прогнозе их изменение должно точно отражать изменение ЧИА КБ. Если прогнозируется рост ЧИА КБ, рост депозитов в иностранной валюте в составе квазиденег должен быть спрогнозирован на ту же величину. В результате срочные депозиты оказываются остаточной величиной, необходимой для балансировки компонентов широких денег. Через итеративный процесс необходимо добиться, чтобы динамика этих депозитов была противоположна динамике денег.

Решение проблемы 4.3. Прогнозирование обзора денежной сферы

Используя файл «Глава 4. Решенные проблемы», листы «Обзор», «Факторы», «ЦБ», «КБ», требуется спрогнозировать компоненты предложения денег в следующем году. Из предшествующего анализа известно, что спрос на деньги в стране лучше всего описывается количественной теорией. На странице этого файла «Обзор» видно, что прогноз спроса на деньги на конец следующего года – это просто номинальный ВВП, рост которого предполагается на уровне 15%, поделенный на средний уровень скорости обращения денег за последние два года. Следуем далее схеме программирования, приведенной в таблице 4.6.

1. Примем допущение, что в будущем году денежный рынок будет в равновесии, и приравняем спрос на деньги к их предложению, который будет равен 2279 млн. нац. ден. единиц.

2. Спрогнозируем чистые иностранные активы – отдельно ЦБ и КБ. Для ЦБ возьмем прогноз состояния платежного баланса на конец следующего года. Прогнозируется увеличение его положительного сальдо на 5 млн. долл., что при курсе $1 = 2 нац. ден. единиц означает рост иностранных активов ЦБ на 10 млн. нац. ден. единиц к концу будущего года. Добавим этот поток к запасу иностранных активов ЦБ на конец текущего года. Учитывая, что иностранные пассивы отсутствуют, это изменение равно изменению ЧИА ЦБ в целом. Рост ЧИА КБ обычно происходит вследствие притока краткосрочного капитала, который прогнозируется в платежном балансе. Однако не весь этот приток проходит через счета КБ, часть его проходит вне банков. Поэтому для КБ примем допущение, что рост ЧИА составляет только половину от притока краткосрочного капитала, который и спрогнозирован в платежном балансе. Это допущение предполагает, что вторая половина движения краткосрочного капитала проходит за пределами банковской системы. В следующем году приток краткосрочного капитала из-за рубежа прогнозируется в платежном балансе в размере 90 млн. нац. ден. единиц. Следовательно, ЧИА банков увеличатся на 45 млн. нац. ден. единиц. Распределение этого роста между иностранными активами и пассивами может быть пропорционально текущему году. Сумма спрогнозированных запасов ЧИА ЦБ и КБ даст ЧИА банковской системы на конец будущего года.

3. Для прогноза чистых требований к правительству возьмем прогноз бюджетного дефицита, который составит 15 млн. нац. ден. единиц. Будем считать, что он весь будет покрыт за счет банковских кредитов, притом что правительство не будет использовать свои депозиты для покрытия дефицита, и добавим эту сумму к запасу требований к правительству на конец текущего года.

Продолжение

4. Прогноз прочих чистых статей в данной стране облегчается тем, что они невелики по абсолютному размеру, сократились в прошлом году и отрицательны, то есть не увеличивают предложение денег. Если учесть, что это страна с фиксированным валютным курсом, который правительство не намерено изменять в будущем году, и, судя по росту ЧИА ЦБ, вполне сможет защитить валютный курс в случае спекулятивной атаки, прогноз прочих чистых статей ограничивается допущением, что они останутся неизменными по сравнению с текущим годом.

5. Прогноз кредита негосударственному сектору – остаточная величина. Сумма запаса кредита на конец будущего года говорит, что поток новых кредитов составит 253 млн. нац. ден. единиц. Внешне это свидетельствует о здоровых темпах экономического роста.

6. Поскольку общеэкономическая ситуация в стране нормальная и стрессов не предвидится, рост спроса на наличные деньги будет несколько отставать от роста спроса на широкие деньги. Так как широкие деньги вырастут в будущем году на 16,5%, можно предположить, что спрос на наличные вырастет приблизительно на 13%.

7. Ставя темпы роста квазиденег в противовес к темпам роста денег, можно предположить их несколько более сильный рост по сравнению с широкими деньгами. При этом необходимо увеличить иностранные депозиты в иностранной валюте ровно настолько, насколько прогнозируется рост ЧИА КБ. Срочные и сберегательные депозиты неизбежно оказываются остаточной величиной.

Составленный прогноз отдельных статей обзора денежной сферы представляет собой программу ее развития в будущем году (см. файл «Глава 4. Решение проблемы 4.3»). Программу необходимо проверить на предмет арифметических ошибок. Она должна также соответствовать суждениям, принятым относительно того, как будет выглядеть денежный сектор экономики в будущем году. Проверку необходимо проводить по мере составления прогноза каждой статьи путем введения проверочных строк, где сумма всех показателей должна равняться нулю. Отладку лучше проводить после того, как составлены программы для ЦБ и КБ, а также для других секторов.

Счета органов денежного управления

Продолжая сохранять последовательность в программировании, представленную в таблице 4.6, необходимо спрогнозировать компоненты счетов денежных властей, наиболее важным из которых являются резервные деньги. Прогноз резервных денег строится на основе уже имеющегося прогноза широких денег и предположений, предпринимаемых относительно денежного мультипликатора. Возможно несколько вариантов: в экономически стабильных странах можно предположить, что мультипликатор в будущем году будет таким же, как и в текущем; в менее стабильных странах, где прошлые значения мультипликатора колеблются, можно взять его среднюю величину за несколько последних лет; наконец, если на протяжении последних лет мультипликатор имел ясный тренд к росту или падению, его можно экстраполировать на будущий год.

Прогноз ЧИА ЦБ зависит от того, какие предположения относительно аккумуляции иностранных резервов были

приняты при прогнозе обзора денежной сферы. Наиболее простой вариант – предположить, что ЦБ аккумулирует все положительное сальдо платежного баланса, а ЧИА КБ остаются неизменными. Если же в платежном балансе прогнозируется движение краткосрочного капитала, часть которого неминуемо пройдет через КБ, допущение, что все положительное сальдо платежного баланса аккумулируется ЦБ в качестве резервов, принимать нельзя. В любом случае прогноз движения ЧИА ЦБ, показываемый в счетах денежных властей, должен точно соответствовать прогнозу, уже сделанному в обзоре денежной сферы. ЧИА ЦБ можно прогнозировать в таблице счетов органов денежного управления и затем воспроизвести их в обзоре денежной сферы.

Прогноз требований ЦБ к правительству зависит от принимаемых допущений относительно того, из каких источников правительство будет финансировать свой дефицит. В счетах денежных властей показывается только та часть, которая финансируется за счет кредитов ЦБ. В развитых странах ЦБ вообще запрещено финансировать правительство и прогноз потока по этой статье должен быть нулевым, притом что значительная, но не вся часть финансирования правительства должна быть показана в прогнозе консолидированного баланса КБ. В развивающихся странах, напротив, финансирование правительства нередко считается главной функцией ЦБ, а КБ просто не хотят предоставлять займы правительству, поэтому значительная часть займов у банковской системы должна быть показана в прогнозе баланса денежных властей.

Прочие чистые статьи могут считаться неизменными в реальном выражении и расти в соответствии с прогнозируемой инфляцией и изменением валютного курса в части, касающейся включенного в них эквивалента оценочных изменений.

Требования ЦБ к банкам представляют собой одну из форм кредита со стороны банковской системы частному сектору и рассчитываются как остаточная величина, аналогично требованиям к негосударственному сектору в обзоре денежной сферы. Прогноз этой статьи, который является итеративным процессом, основан на суждении в большей степени, чем на арифметических действиях, и должен учитывать информацию, полученную в ЦБ, относительно его намерений по кредитованию банков в будущем году. При этом только кредитование для общеэкономических нужд (обычно это целевые кредиты банкам для финансирования через них крупных проектов общенационального значения – дорог, мостов, предприятий и т.п.) должно приниматься во внимание. Из прогноза надо удалить операции ЦБ по краткосрочному кредитованию ЦБ банков для подпитки их ликвидности в периоды осуществления ЦБ операций репо и своп с банками. Такие операции, если кредит выдан в конце одного месяца, а возвращен в начале следующего, могут сильно искажать реальную картину кредитования банков со стороны ЦБ. Если у ЦБ нет ясного представления о размерах кредитования банков в будущем году, как первое приближение для расчета прогноза можно использовать темп роста кредита негосударственному сектору, полученный в обзоре денежной сферы.

Прогноз компонентов резервных денег зависит от политики обязательного резервирования, которую ЦБ намеревается проводить в будущем году, и от спроса на наличные деньги, который подвержен сильным сезонным колебаниям. Сложность также состоит в том, что во многих странах в состав резервных денег включаются не только необязательные, но избыточные банковские резервы, динамика которых весьма трудно предсказуема. Банки держат резервы для выполнения требований обязательного резервирования и для обеспечения расчетов. Прогноз банковских резервов необходимо делать отдельно для обязательных резервов и для избыточных резервов, поскольку факторы, влияющие

на их размер и колебания, различны (табл. 4.7).

Если банки должны поддерживать обязательные резервы и докладывать об их размерах в ЦБ с определенным лагом, то размер резервов на ближайшее будущее точно им известен. Если уровень резервов оценивается ежедневно, то есть их размер и движение также четко предсказуемы, нужно лишь иметь сведения о норме резервирования и прогноз резервной базы. Если норма обязательного резервирования остается той же, что и в текущем году, банковские депозиты должны составлять примерно ту же пропорцию резервных денег, что и в текущем году. При увеличении нормы резервирования банки вынуждены держать больше своих средств блокированными в ЦБ и у них остается меньше свободных средств для выдачи кредитов. Проблема возникает, когда норма обязательного резервирования различна по различным типам депозитов или когда определенная часть депозитов изъята из-под требования об обязательном резервировании. В этом случае необходимы прогнозы каждого типа депозитов. Резервная база – депозиты, по которым требуется поддерживать резервы, – поддается наиболее простому прогнозу на основании эконометрической модели или прошлых трендов. Сложности возникают в периоды структурных реформ в экономике, когда, например, в силу изменения налогового режима может измениться структура депозитов в банковской системе.

Способность спрогнозировать избыточные резервы является ключевой для правильного прогноза резервных денег и их состава. В стабильных экономиках спрос на избыточные резервы в первом приближении оценивается с помощью эконометрической функции, включающей

Таблица 4.7. Факторы, влияющие на спрос на банковские резервы

Факторы	Влияние на банковские резервы	
	на размер	на стабильность
Спрос на обязательные резервы		
Режим периода поддержания резервов		
Параллельный	0	+
Лаговый	0	0
Размер резервной базы	+	0
Дисперсия резервной базы	+	+
Спрос на избыточные резервы		
Объем платежей	+	+
Дисперсия платежей	+	+
Эффективность платежной системы	–	–
Средняя норма резервирования	0	+
Возможность использовать резервы для расчетов	–	+
Длительность периода поддержания		
Короткий	0	–
Длинный	0	+
Доступ банков к кредиту ЦБ		
По средней рыночной цене	–	+
По цене выше рыночной	+	–
Санкции за невыполнение нормы резервирования	+	–
Наличные в сейфах – часть резервов	–	+
Ожидаемые изменения процентной ставки	0	+
Возможность пополнения резервов через межбанковские операции	–	–

(+) рост, (–) сокращение, (0) без изменений.

лаговые показатели избыточных резервов, процентную ставку по краткосрочным кредитам, фиктивные переменные, показывающие праздники и выходные, и общие размеры резервов. Эконометрически полученные результаты затем модифицируются путем принятия суждений с учетом следующих параметров: наличия или отсутствия требования об усреднении резервов, длительности периода поддержания резервов, размера штрафов за нарушение норм резервирования и возможности засчитывать наличные в сейфах банков в качестве обязательных резервов.

Требование к банкам поддерживать обязательные резервы, которые рассчитываются как средняя величина резервов за определенный промежуток времени, обычно за неделю, позволяет стабилизировать размер ликвидности. Банки могут точнее предсказать размер своих резервов в среднем за неделю, чем на каждый конкретный день. Если ЦБ требует, чтобы обязательные резервы рассчитывались ежедневно, неизбежно возникает нежелательная часть резервов, которая выходит за пределы нормы, то есть избыточные резервы. Более того, в этом случае избыточная часть резервов колеблется сильнее в ожидании изменения процентной ставки или других денежных реформ.

Чем длиннее период, в течение которого проверяется выполнение нормы обязательного резервирования, тем выше колебания избыточных резервов, поскольку расчет резервного норматива на базе усреднения возможен на более длительный срок. Например, если этот период составляет 5 дней и банки должны иметь 100 млн. нац. ден. единиц резервов, то теоретически возможна ситуация, когда в первые 4 дня они вообще не будут держать резервов, а в последний день аккумулируют 500 млн., из которых 100 будут обязательными резервами на этот день, а 400 – избыточными. Но средняя величина резервов составит все равно 100 млн. за 5 дней.

В условиях, когда ЦБ накладывает большие штрафы за невыполнение нормы обязательного резервирования, резервы банковской системы в целом находятся на уровне, близком к среднему, и особенно сильных колебаний избыточных резервов не возникает. Наконец, если наличные в сейфах банков могут засчитываться в резервные требования, колебания в спросе на наличность непосредственно отражаются на избыточных резервах, которые банки поддерживают (см. файл «Глава 4. Решение проблемы 4.4.»).

Составленный таким образом прогноз отдельных статей счетов денежных властей представляет собой монетарную программу ЦБ в будущем году. Программу необходимо проверить на предмет арифметических ошибок и отладить на предмет ее соответствия суждениям, принятым относительно того, как будет выглядеть баланс ЦБ в будущем году. Проверку необходимо проводить по мере составления прогноза каждой статьи путем введения проверочных строк, где сумма всех показателей должна составлять ноль. Отладку лучше проводить после того, как составлены программа обзора денежной сферы и консолидированный баланс КБ и, желательно, программы других секторов.

Консолидированный баланс банков

Последовательность прогнозирования консолидированного баланса банков не имеет принципиального значения. Прогноз основной части статей баланса банков приведен в обзоре денежной сферы (их иностранные активы и пассивы, требования к частному сектору и все виды депозитов) и в счетах денежных властей – наличные в обращении и депозиты КБ в ЦБ. Требования КБ к правительству могут быть получены путем простого вычитания из прогноза требований правительству со стороны банковской системы в целом прогноза для таких требований со стороны ЦБ. Разбивка на отдельные составляющие требований к правительству (кредиты и правительственные ценные бумаги) осуществляется пропорционально преды-

Решение проблемы 4.4. Прогнозирование счетов органов денежного управления (продолжение проблемы 4.3)

Используйте файл «Глава 4. Решенные проблемы», лист «ЦБ».

8. Для прогноза резервных денег нужно принять предположение о будущей динамике мультипликатора. Тренд мультипликатора за последние годы очевиден – он был относительно стабилен, кроме прошлого года, когда существенно возрос. Не зная, какие именно факторы влияют на мультипликативный процесс в данной стране, рационально предположить, что в случае, если положение в следующем году не будет принципиально отличаться от ситуации в текущем году, мультипликатор останется примерно тем же, скажем, на уровне 7.
9. Разделив прогноз широких денег на этот мультипликатор, получаем прогноз резервных денег на следующий год.
10. Прогноз иностранных активов и пассивов ЦБ уже был сделан в обзоре денежной сферы (рост иностранных активов ЦБ к концу будущего года до 10 млн. нац. ден. единиц, иностранные пассивы составят ноль). Эти потоки надо точно воспроизвести в счетах ЦБ.
11. Чистый кредит правительству со стороны банковской системы был спрогнозирован на следующий год в размере 15 млн. Причем 5 млн. – новый кредит от ЦБ и 10 млн. – от КБ. Поскольку депозиты правительства в обзоре денежной сферы рассматривались как неизменные, то же самое предположим и в отношении счетов органов денежного управления.
12. Прочие чистые статьи вырастут в соответствии с ростом инфляции, но останутся неизменными в реальном выражении. Поскольку валютный курс фиксирован, включать эквивалент оценочных изменений не требуется.
13. Требования ЦБ к банкам, как одна из разновидностей кредита частному сектору со стороны банковской системы, должны расти темпом, сопоставимым с темпом роста номинального кредита негосударственному сектору, полученному в прогнозе денежной сферы. Например, ЦБ предоставил информацию, что в следующем году он собирается финансировать три общегосударственных проекта на 20, 12 и 26 млн. нац. ден. единиц соответственно. Прогноз роста кредита банкам на 67 млн., полученный на основе темпа роста, хотя и выше, но в принципе сопоставим с данными о предстоящем кредитовании через банки проектов со стороны ЦБ и поэтому может считаться приемлемым.
14. Компоненты резервных денег – прогноз наличных за пределами банков – был уже сделан в обзоре денежной сферы и должен точно ему соответствовать. Прогноз депозитов банков зависит от политики ЦБ по обязательному резервированию, но, поскольку политика резервирования неизменна, депозиты пропорциональны резервным деньгам. Остальные компоненты – остаточные величины, движение которых, тем не менее, должно иметь экономический смысл.

дущему году или среднему значению за несколько предшествующих лет (см. файл «Глава 4. Решение проблемы 4.5»).

Как и в предыдущих случаях, составленный таким образом прогноз отдельных статей консолидированного баланса КБ представляет собой программу частного банковского сектора на будущий год. Программу необходимо проверить, чтобы избежать арифметических ошибок, и отладить на предмет ее соответствия суждениям относительно вида и структуры

Решение проблемы 4.5. Прогнозирование консолидированного баланса коммерческих банков (продолжение проблемы 4.4)

Используйте файл «Глава 4. Решенные проблемы», лист «КБ».

15. Из прогноза обзора денежной сферы перенесем в прогноз консолидированного баланса коммерческих банков имеющиеся прогноз ЧИА, требований к частному сектору и все виды депозитов.
16. Из прогноза счетов денежных властей перенесем прогнозы наличных вне банков и депозитов банков в ЦБ.
17. Вычтем прогноз требований к правительству в прогнозе денежной сферы из прогноза требований к правительству ЦБ и получим кредит правительству со стороны КБ.
18. Компоненты прочих чистых статей примем неизменными в реальном выражении.
19. Оставшиеся вне прогноза категории (такие как обязательства перед банками, депозиты в иностранной валюте) будут прямо пропорциональны величинам предыдущего года.

Оставим требования КБ друг к другу как балансирующую остаточную величину.

консолидированного баланса КБ в будущем году. Техническую проверку необходимо проводить по мере составления прогноза каждой статьи путем введения проверочных строк, где сумма всех показателей должна составлять ноль. Отладку существа программы лучше проводить после того, как составлены программа обзора денежной сферы и консолидированный баланс КБ и, желательно, программы других секторов.

Анализ факторов, влияющих на денежную ликвидность

Для анализа полученных прогнозов необходимо составить таблицу факторов, влияющих на денежную ликвидность, и рассчитать ряд аналитических коэффициентов. Таблица факторов, влияющих на денежную ликвидность, обычно составляется в трех измерениях:

- Абсолютные изменения в национальных денежных единицах (первый блок). Абсолютные изменения показывают, насколько в течение каждого года изменился каждый компонент спроса и предложения широких денег. Это поток средств в течение года, рассчитываемый как разность остатков широких денег по каждой категории на конец текущего и на конец предшествующего года.
- Изменение в процентах от начального уровня предложения денег (второй блок). Используя предложение денег на конец предыдущего года в качестве общего знаменателя, это измерение позволяет определить относительный вклад движения каждого компонента в движение широких денег в целом. Этот вклад может быть как положительным, так и отрицательным, но в любом случае сумма относительных изменений компонентов спроса на деньги должна быть точно равна сумме относительных изменений компонентов предложения денег.
- Ежегодное изменение в процентах (третий блок). Это изменение предложения широких денег позволяет ответить на вопрос, на сколько процентов изменился тот или иной компонент в течение года. Проблема измерения заключается в том, что сокращение отрицательных статей баланса будет показано как их процентное сокращение в течение года, хотя на самом деле в балансе сокращение отрицательных величин означает, что они приближаются к положительным и, следовательно, растут.

В полученной таблице факторов, влияющих на денежную ликвидность, необходимо проверить следующее: сумма компонентов первого и второго блока данных должна быть равной нулю, а сумма компонентов третьего блока – нет. Ежегодные изменения широких денег во втором и третьем блоке должны быть одинаковы в силу арифметической конструкции показателя. Временное покрытие всех таблиц, используемых для анализа денежной сферы, должно быть одинаковым. Поэтому для расчета изменений первого года из числа предшествующих лет, представленных в таблице, необходимо использовать данные обзора денежной сферы, которые в нем не показаны. Например, если таблица обзора покрывает 1996–2000 гг., для расчета изменений предложения денег в 1996 г. необходимо иметь данные на конец 1995 г., которые в исходной таблице обзора денежной сферы не показаны (см. файл «Глава 4. Решение проблемы 4.6.»).

Решение проблемы 4.6. Анализ программы денежного сектора

Используйте файл «Глава 4. Решенные проблемы», лист «Факторы».

Статьи таблицы факторов полностью копируют статьи обзора денежной сферы, поскольку таблица факторов рассчитывается на его основе.

Изменения в миллионах национальных денежных единиц (первый блок данных) – простая разность запаса денег на конец текущего и конец прошлого года. Изменения в процентах от запаса денег на конец прошлого периода (второй блок данных) – изменения, рассчитанные на предыдущем этапе, поделенные на запас широких денег на конец предыдущего года. Ежегодное изменение в процентах (третий блок данных) – это простое процентное изменение каждой статьи из обзора денежной сферы.

Посмотрим на полученную таблицу. Рост широких денег в будущем году прогнозируется в объеме 16,5%, что сопоставимо с прошлым годом, но значительно выше, чем в текущем году. Столь низкий рост широких денег в текущем году объясняется резким сокращением ЧИА коммерческих банков в результате роста их пассивов, видимо, активного привлечения иностранных кредитов. В будущем году коммерческие банки частично восстановят свои ЧИА за счет депонирования на их счета части притока краткосрочного иностранного капитала, что внесет решающий вклад в рост ЧИА банковской системы в целом.

Чистый кредит правительству в текущем году вырос умеренно – на 3,2%. На будущий год предполагается, что правительство практически не будет финансировать свой дефицит за счет ЦБ – рост кредита правительству составит всего 0,8%. Это позволит обеспечить, чтобы кредит правительству не вытеснял собой кредит негосударственному сектору. Предполагается, что этот кредит вырастет на 19,7% в номинальном выражении и на 13,1% от начального уровня предложения денег.

Важно убедиться, что с учетом инфляции в реальном выражении рост кредита частному сектору будет достаточным для обеспечения роста экономики. В данном случае рост кредита в реальном выражении составит порядка 12%, что достаточно для роста экономики на 5% в год.

Надо также проверить, насколько поведение ключевых коэффициентов соответствует программируемому тренду мультипликатора. Мультипликатор сокращается с 7,3 до 7. В соответствии с теорией коэффициент резервы/депозиты растет, и весьма существенно – с 8,3 до 9,2, поскольку большая часть денег находится в резервах и не участвует в мультипликативном процессе. Рост этого коэффициента перекрыл некоторое сокращение коэффициента наличные/депозиты, что соответствует принятому предположению об укреплении доверия публики к банковской системе, в результате чего спрос на наличные будет несколько отставать от спроса на депозиты.

Составление на базе полученных ранее прогнозов обзора денежной сферы, баланса ЦБ и консолидированного баланса КБ таблицы факторов, влияющих на денежную ликвидность, и ее анализ на предмет соответствия макроэкономической теории, принятым допущениям и реальностям страны венчает программирование денежного сектора конца текущего года на год вперед. Денежная программа – совокупность краткосрочных прогнозов отдельных компонентов предложения широких денег – становится центральной частью макроэкономической программы для страны в целом. Программирование денежного сектора на текущий год осуществляется поквартально и должно иметь весьма высокую степень точности. Программа на следующий год должна быть также точна, поскольку от нее зависит экономическая политика правительства в ближайшем будущем.

Итак, программирование предложения денег заключается в составлении совокупности прогнозов отдельных статей предложения денег на конец текущего года и в ближайшем будущем. Оно включает три основных этапа: программирование обзора денежной сферы, счетов органов денежного управления и консолидированного баланса коммерческих банков. Последовательность программирования заключается в выяснении ответа на вопрос, какой объем предложения денег достанется частному сектору, после того как будут удовлетворены потребности в кредите всех остальных секторов, и прежде всего правительства. Составленная программа нуждается в арифметической проверке и отладке на предмет ее соответствия макроэкономической теории, программам других секторов и принятым суждениям относительно денежной политики страны в ближайший период.

6. РЕЗЮМЕ

1. Схематически трансмиссионный механизм денежной политики выглядит следующим образом: инструменты → резервные деньги → мультипликатор → широкие деньги → скорость обращения широких денег → ВВП. Создавая предложение денег, ЦБ ставит перед собой операционные, промежуточные и конечные цели. Главной операционной целью является по возможности более полный контроль над резервными деньгами, основной промежуточной целью – влияние на динамику широких денег, основной конечной целью – согласованность денежной политики с прогнозируемым ростом реального ВВП и намечаемым уровнем инфляции. Сила трансмиссии быстро убывает – ЦБ может контролировать резервные деньги, влиять на широкие деньги и в лучшем случае стремиться к согласованности размеров предложения денег с ростом номинального ВВП, который в целом определяет спрос на деньги. Помимо проводимой денежной политики, размеры предложения денег в экономике зависят от степени контроля ЦБ над каждым из этапов трансмиссионного процесса. Программирование предложения денег может осуществляться в соответствии с одним из следующих правил: постоянным темпом роста денежной массы; соответствием росту номинального ВВП; поддержанием определенного уровня цен; номинальной фиксацией процентной ставки и денежной массы на определенном уровне. В практических целях программирования обычно используется правило соответствия росту номинального ВВП, основанное на допущении стабильности функции спроса на деньги и экзогенности реального роста.

2. Степень контроля ЦБ над резервными деньгами зависит от режима валютного курса, принятого в стране, степени независимости ЦБ от правительства и политики правительства по финансированию дефицита государственного бюджета. Предложение ликвидности может быть автономным и контролируемым. Эффек-

тивный ЦБ должен быть в состоянии контролировать как изменение уровня резервных денег, так и изменение их композиции, но не уровня. ЦБ может увеличивать резервные деньги путем приобретения резервных активов, ценных бумаг через операции на открытом рынке, предоставление кредитов правительству, кредитование банков и государственных предприятий и контролируемого увеличения прочих чистых статей. ЦБ может сокращать резервные деньги путем продажи части своих иностранных активов, продажи ценных бумаг через операции на открытом рынке, получение государственных депозитов на свои счета, получение иностранных депозитов и контролируемого сокращения прочих чистых статей. Контроль ЦБ за движением резервных денег неполон – он контролирует только операции с резервными активами и операции на открытом рынке; кредитование банков и государственных предприятий в значительной степени зависит также от их решения принять кредиты ЦБ, а кредитование правительства – от его политики бюджетного финансирования.

3. Денежный мультипликатор представляет собой отношение широких денег к резервным деньгам и показывает, насколько увеличивается предложение денег при увеличении резервных денег на единицу. Динамика мультипликатора зависит от динамики его отдельных компонентов, которые можно вычленить путем его представления в виде краткой и развернутой записи. Коэффициенты, входящие в состав мультипликатора, отражают политику ЦБ, политику коммерческих банков, поведение небанковских организаций и депонентов. Механическая интерпретация движения коэффициентов невозможна, поскольку каждый из них зависит от одновременного изменения ряда макроэкономических факторов, среди которых необходимо вычленить главный. Ключевые коэффициенты – наличные/депозиты и резервы/депозиты.

4. Предложение широких денег зависит от факторов, влияющих на их ключевые компоненты, – резервные деньги и мультипликатор. Степень влияния каждого из компонентов зависит от того, к какому из них широкие деньги более чувствительны. Многие из показателей, входящих в развернутое представление предложения денег, трудно либо невозможно оценить количественно. Оценка их движения может осуществляться только путем принятия определенного суждения. Незаемная часть резервных денег находится под полным контролем ЦБ, тогда как заемная часть контролируется ЦБ только частично, потому что в то время, как ЦБ может принимать решения о выдаче централизованных кредитов, заемщики решают сами, когда и в каких масштабах привлекать такие кредиты. Наиболее существенное влияние на изменение предложения денег оказывает движение коэффициента наличные/депозиты, незаемной части резервных денег в развитых и заемной части – в развивающихся странах. Роль остальных коэффициентов ограничена. Факторы, влияющие на предложение денег, могут быть разделены на факторы, контролируемые ЦБ, и зависящие от поведения банков, правительства, вкладчиков и небанковских предприятий.

5. Программирование предложения денег заключается в составлении имеющей экономический смысл и поддающейся интерпретации совокупности прогнозов отдельных статей предложения денег до конца текущего года и на ближайшее будущее. Программирование предложения денег включает три основных этапа – прогнозирование обзора денежной сферы, прогнозирование счетов денежных властей и прогнозирование консолидированного баланса коммерческих банков. Логика последовательности прогнозирования заключается в выяснении ответа на вопрос, какой объем предложения денег останется частному сектору после того, как будут удовлетворены потребности в кредите всех остальных секторов,

и прежде всего правительства. Составленная программа нуждается в арифметической проверке и отладке по существу на предмет ее соответствия макроэкономической теории, программам других секторов и принятым суждениям относительно денежной политики страны в ближайший период.

7. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы для повторения

1. Что такое предложение денег и чем оно измеряется? Предложение денег – это поток или запас?

2. Каковы основные цели денежной политики? Достижение какой из этих целей наиболее реально с использованием инструментов денежной политики ЦБ?

3. В чем заключается трансмиссионный механизм денежной политики? Назовите контрольные показатели, которые могут использоваться на каждом этапе работы трансмиссионного механизма.

4. Какие альтернативные правила роста денежной массы вам известны? В чем заключаются сильные стороны и недостатки каждого из них? Какое из правил используется чаще всего в практических целях?

5. От каких факторов зависит степень контроля ЦБ за резервными деньгами?

6. Какие компоненты резервных денег вам известны? На какой стороне баланса ЦБ они показываются?

7. С помощью каких инструментов ЦБ может увеличить резервные деньги? Какие из этих инструментов наиболее эффективны?

8. С помощью каких инструментов ЦБ может сократить резервные деньги? Какие из этих инструментов наиболее эффективны?

9. Что такое денежный мультипликатор и какова его формула? Приведите краткую и развернутую запись мультипликатора.

10. Какие коэффициенты входят в состав мультипликатора? Какие факторы влияют на его размер?

11. Назовите основные факторы, влияющие на динамику коэффициента наличные/депозиты. Какое влияние оказывает его сокращение на динамику мультипликатора?

12. Назовите основные факторы, влияющие на динамику коэффициента резервы/депозиты. Какое влияние оказывает его сокращение на динамику мультипликатора?

13. Какое воздействие на мультипликатор оказывает рост коэффициента срочные депозиты/депозиты до востребования и почему?

14. Что такое норма обязательного резервирования? По каким видам депозитов ЦБ обычно требует резервирования средств?

15. Какие два основных фактора влияют на предложение широких денег? Приведите примерную иерархию факторов, влияющих на предложение денег от наиболее до наименее значимого.

16. Какие основные агенты денежного рынка осуществляют контроль за факторами, влияющими на предложение денег? Какие переменные контролируются ЦБ?

17. Какова последовательность программирования счетов денежного сектора?

18. Какие особенности взаимосвязей секторов в макроэкономике необходимо принимать во внимание при прогнозировании чистых иностранных активов?

19. Какие данные из других секторов экономики необходимо иметь, чтобы спрогнозировать обзор денежной сферы? Какие суждения при этом надо принять?

20. Как строится прогноз статей счетов денежных властей? Как прогнозируются резервные деньги?

21. Какова последовательность прогнозирования статей консолидированного баланса коммерческих банков?

22. Почему необходимо проанализировать факторы, влияющие на денежную ликвидность, и как они рассчитываются?

Ответы на выбор

23. При проведении денежной политики большинство ЦБ избирает в качестве операционной цели:

a. Размер резервных денег.

b. Размер процентной ставки.

c. Размер чистых внутренних активов ЦБ.

d. Размер чистого внутреннего кредита ЦБ.

24. В целях практического осуществления денежной политики используется следующий контрольный показатель уровня широких денег:

a. Квартальный нижний предел.

b. Годовой нижний предел.

c. Квартальный или годовой верхний предел.

d. Квартальный темп роста.

25. Правило соответствия темпа роста денежной массы темпу роста номинального ВВП предполагает, что:

a. Уровень инфляции в прогнозируемом году будет таким же, как и в базовом.

b. Скорость обращения денег колеблется и не поддается четкому прогнозу.

c. Номинальный ВВП растет неизменным темпом.

d. Рост цен темпом, превышающим темп роста денежной массы, ведет к снижению темпа роста реального ВВП.

26. Тип валютного курса важен для контроля ЦБ над резервными деньгами, потому что:

a. От него зависит колебание чистых иностранных активов и, следовательно, предложение резервных денег.

b. От него зависит размер в национальной валюте иностранных депозитов в банковской системе и, следовательно, предложение резервных денег.

c. От него зависит размер и динамика эквивалента оценочных изменений и, следовательно, предложение резервных денег.

d. От него зависит размер и динамика прочих чистых статей и, следовательно, предложение резервных денег.

27. Покупка ЦБ резервных активов и одновременная продажа сертификатов ЦБ:

a. Сокращает резервные деньги в краткосрочной перспективе.

b. Увеличивает резервные деньги в долгосрочной перспективе.

c. Не влияет на размер резервных денег, если не было движения по другим статьям баланса ЦБ.

d. Может увеличивать или сокращать резервные деньги в зависимости от относительных размеров купленных активов и проданных сертификатов.

28. Влияние политики банков относительно их избыточных резервов на мультипликатор определяется:

a. Политикой ЦБ относительно обязательных банковских резервов.

b. Динамикой коэффициента резервы/депозиты в прошлом.

c. Оценкой банками кредитного риска, спросом на кредит и привлекательностью альтернативных вложений капитала, от которых зависит размер избыточных резервов.

d. Размером избыточных резервов, если они включаются в расчет мультипликатора.

29. Коэффициент наличные/депозиты обычно растет, если:

a. В стране популярное правительство, проводящее реформы, имеющие широкую народную поддержку.

b. Накануне Рождества правительство обещает объявить направления новой экономической политики на будущий год, но никто не уверен, что эта политика будет лучше нынешней.

c. ЦБ принял новые жесткие правила отслеживания подозрительных банковских сделок, направленные на пресечение отмывания денег через национальную банковскую систему.

d. ЦБ повысил ставку рефинансирования банков и банки стали активно конкурировать друг с другом за депозиты населения, предлагая высокий процент по долгосрочным депозитам и другие привлекательные финансовые инновации.

30. Рост заемной части резервных денег оказывает следующее воздействие на предложение широких денег:

a. Предложение широких денег увеличивается в любом случае.

b. Предложение широких денег увеличивается, если все остальные компоненты резервных денег и мультипликатор неизменны.

c. Предложение широких денег увеличивается, если избыточные резервы по крайней мере не растут.

d. Предложение широких денег сокращается, если мультипликатор падает.

31. Одновременное сокращение следующих переменных, контролируемых ЦБ, приводит к росту предложения денег:

a. Нормы обязательного резервирования по депозитам на срок и депозитам до востребования.

b. Наличных денег и процентной ставки по кредитам ЦБ.

c. Единой нормы резервирования и наличных денег.

d. Ставки рефинансирования ЦБ и наличных денег, выпускаемых в обращение.

32. Прогноз следующих показателей других секторов должен точно соответствовать прогнозу показателей денежного сектора:

a. Сальдо платежного баланса, дефицит бюджета и темп роста номинального ВВП.

b. Сальдо платежного баланса, спрос на кредит со стороны частного сектора и движение краткосрочного капитала в платежном балансе.

c. Часть дефицита бюджета, финансируемая банковской системой, спрос на кредит со стороны правительства и сальдо платежного баланса.

d. Прогноз темпа роста номинального ВВП, движение краткосрочного капитала в платежном балансе и спрос на кредит со стороны правительства.

Проблемы для обсуждения

33. После террористических актов в Нью-Йорке 11 сентября 2001 г. ФРС сделала следующее заявление: «Федеральная резервная система открыта и функционирует нормально. Потребность в дополнительной ликвидности может быть удовлетворена через дисконтное окно». Каково возможное воздействие крупного террористического акта или природной катастрофы на спрос на деньги? Каковы наиболее целесообразные механизмы предложения денег, которые могут быть использованы ЦБ, чтобы минимизировать потенциальные негативные макроэкономические эффекты?

34. Цель государственной макроэкономической политики в следующем году определена как:

a. Достижение 5%-ного реального роста.

b. Сокращение инфляции до 7% в год.

c. Достижение 5%-ного реального роста при одновременном сокращении инфляции до 7% в год.

Какое из альтернативных правил роста денежной массы лучше всего использовать при прогнозировании предложе-

ния денег в будущем году в каждом из вариантов?

35. Как следующие события повлияют на предложение денег:

a. Центральный банк продает юбилейные золотые монеты всем желающим.

b. Правительство продает облигации ЦБ, чтобы выплатить зарплату государственным служащим.

c. Коммерческие банки решают аккумулировать больше избыточных резервов.

d. ЦБ продает часть своих запасов государственных ценных бумаг за рубежом за иностранную валюту.

e. Перед Новым годом люди забирают часть наличных денег со своих текущих счетов в коммерческих банках, чтобы сделать новогодние покупки.

f. ЦБ увеличивает процент, выплачиваемый по обязательным резервам.

g. Новая коммуникационная технология позволяет установить автоматы, выдающие наличные деньги, повсеместно.

36. ЦБ проводит операцию по нагнетанию ликвидности путем приобретения ценных бумаг на открытом рыке. Будет ли в этом случае:

a. Рост резервных денег равен по величине сумме, на которую ЦБ приобрел ценные бумаги?

b. Изменение в предложении денег равно изменению в резервных деньгах?

c. Предложение денег расти, если резервные деньги падают? Если это возможно, о каких макроэкономических тенденциях это может свидетельствовать?

37. По законодательству некоторых стран деньги в сейфах коммерческих банков не могут считаться частью обязательных резервов. Если изменить это законодательство и включить деньги в сейфах в состав обязательных резервов, как это повлияет на резервные деньги, на мультипликатор, на предложение широких денег?

38. Входящее в состав государственных валютных резервов золото, находящееся в хранилищах ЦБ, обычно показывается на счетах денежных властей в национальной валюте по официальной цене золота за тройскую унцию, принятой в этой стране. Официальная цена, фиксированная какое-то время назад, обычно сильно отличается от рыночной цены. В последние годы наметился отход от этой практики и многие ЦБ учитывают золото по цене мирового рынка. Повлияет ли изменение системы учета на резервные деньги и на предложение денег?

39. Министерство финансов вносит на свои счета в ЦБ депозит в иностранной валюте – доход за прошлый квартал от продажи нефти, добыча и торговля которой является государственной монополией. Как это повлияет на резервные деньги и на предложение денег?

40. В условиях открытой экономики крупные и изменчивые потоки краткосрочного капитала, и особенно международная торговля валютой, могут оказывать сильное дестабилизирующее воздействие на экономику целых стран. Многие высказываются за введение так называемого налога Тобина – небольшого налога (0,1–0,5%) на каждую спекулятивную сделку. Обсудите возможное воздействие такого налога на предложение денег в странах с открытой экономикой.

Задачи

41. Предложение широких денег на конец прошлого года составило 430, а на конец текущего года – 500 млн. нац. ден. единиц. На следующий год рост реального ВВП прогнозируется в размере 6%, и правительство считает необходимым добиться, чтобы инфляция не превышала 9%. Считая скорость обращения денег неизменной, рассчитайте объем предложения широких денег на конец следующего года в соответствии с каждым из четырех правил роста денежной

массы. Применение какого из правил дает наиболее высокий темп роста денежной массы? Предполагая, что в текущем году инфляция была 15%, какие из правил вы бы использовали для прогноза предложения денег в будущем году?

42. В целях сокращения ликвидности ЦБ продал из своих запасов государственные ценные бумаги на 50 млн. нац. ден. единиц, причем 30 млн. было продано банкам, 20 млн. – инвестиционным компаниям, а на 10 млн. правительство погасило свою задолженность перед ЦБ. Насколько изменятся резервные деньги?

43. Коэффициенты наличные/депозиты и резервы/депозиты в прошлом году составили соответственно 0,25 и 0,35, а в текущем году 0,40 и 0,30. Вырос или сократился мультипликатор? На сколько процентов? За счет какого фактора? Какие макроэкономические события могут объяснить такое поведение мультипликатора?

44. В конце текущего года ЦБ объявляет об изменениях в денежной политике на следующий год: сокращение нормы обязательного резервирования по депозитам до востребования с 10 до 8%, по срочным депозитам – с 12 до 10%, Исследовательский отдел ЦБ предсказывает, что в силу стабилизации макроэкономической ситуации население переместит 20% своих средств из депозитов до востребования в срочные депозиты. Учитывая, что в текущем году соотношение между этими двумя типами депозитов составило 0,6, на сколько процентов и в каком направлении изменится мультипликатор в будущем году?

45. По данным файла «Глава 4.Задачи», лист «Обзор», составьте прогноз обзора денежной сферы на будущий год. При этом необходимо учесть, что рост номинального ВВП составит всего 6,1% и инфляция будет близка к 1%. Кроме того, прогнозируется положительное сальдо платежного баланса в 2 млн. долл., валютный курс фиксирован и составляет 5,7 ед. нац. вал. = $1. В силу стабилизации экономической и политической ситуации прогнозируется приток иностранных депозитов в коммерческие банки в размере порядка 0,5 млн. долл. Дефицит бюджета составит примерно 11 млн. нац. ден. ед. и будет финансироваться поровну за счет кредитов ЦБ и продажи государственных облигаций коммерческим банкам. В будущем году ЦБ намечает предоставить одноразовый кредит ЦБ напрямую государственной сахарной корпорации на модернизацию в размере 1 млн. нац. ден. единиц.

46. По данным файла «Глава 4. Задачи», листы «Обзор» и «ЦБ», составьте прогноз счетов ЦБ. Помимо исходных данных из предыдущей задачи, необходимо учесть, что ЦБ намерен продолжать политику финансирования проектов общеэкономического значения через предоставление целевых кредитов коммерческим банкам на финансирование указанных ЦБ проектов. На будущий год в планах ЦБ значится финансирование железнодорожного моста в размере 3,5 млн. нац. ден. ед. через Стройбанк, автострады в размере 2,1 млн. нац. ден. ед. через Инфрабанк и реконструкции половины школ по всей стране в размере 7,4 млн. нац. ден. ед. через консорциум местных банков. При этом в следующем году ЦБ должен получить оплату в размере 4,9 млн. нац. ден. ед. от Морбанка за серию кредитов, предоставленных в прошлые годы на реконструкцию морского порта.

47. По данным файла «Глава 4. Задачи», листы «Обзор» и «КБ», составьте прогноз на будущий год консолидированного баланса коммерческих банков. Помимо данных из предыдущих двух задач, необходимо учесть, что спрос на депозиты в иностранной валюте будет значительно выше, чем в текущем году. Кроме того, коммерческие банки только что перешли на улучшенную систему учета, которая позволяет им в отчетности перед ЦБ четко определять кредиты правительству, государственным предприятиям и частному сектору. Это позволит сократить ошибки классификации.

48. По данным файла «Глава 4. Задачи», лист «Обзор», выявите факторы, влияющие на денежную ликвидность:

a. За счет каких основных факторов растет ликвидность в текущем году и о каких тенденциях в экономике это свидетельствует?

b. Каков темп роста объема кредита частному сектору в текущем году в реальном выражении? Достаточно ли этого роста, чтобы поддержать реальный рост ВВП? Или реальный рост имеет какие-то иные, нежели банковский кредит, источники?

c. Оказывает ли изменение в ЧИА в текущем году давление на валютный курс в сторону его повышения или понижения? В случае спекулятивной атаки достаточно ли у страны резервов, чтобы защитить фиксированный валютный курс?

d. Каковы компоненты роста широких денег? Как интерпретировать тот факт, что на протяжении всех последних лет квазиденьги растут быстрее, чем деньги?

49. По данным файла «Глава 4. Задачи» в целом проверьте арифметическую точность денежной программы на будущий год. Убедитесь в соответствии полученной программы принятым суждениям о состоянии экономики страны в следующем году и основным законам макроэкономики. В особенности:

a. Согласуются ли темпы роста номинального ВВП и рост предложения широких денег? Если есть отклонения, чем они объясняются?

b. Согласуются ли потоки денег, полученные в программе обзора денежной сферы, с потоками, программируемыми на будущий год в платежном балансе и бюджете? Если есть расхождения, чем они объясняются?

c. Каковы источники агрегированного спроса, которые будут движущими силами экономики в будущем году?

d. Как ведет себя мультипликатор? Согласуется ли тенденция развития мультипликатора с тенденциями основных входящих в него коэффициентов?

e. Какая часть предложения денег автономна, а какая в принципе может контролироваться ЦБ? Нужны ли изменения в денежной политике ЦБ в будущем году? Если да – то какие; если нет – то почему?

f. В трех параграфах опишите ситуацию в денежном секторе данной страны в прошлые годы, в текущем году и ваше видение ее развития в будущем году. Проведите параллели с возможным развитием событий в других секторах.

Мысли великих

Помните, что деньги обладают способностью размножаться!

Бенджамин Франклин (1706–1790),
американский просветитель, ученый и государственный деятель

На досуге

Случай, который якобы действительно произошел на семинаре профессора Милтона Фридмана по денежной теории. Один из студентов отвлекся и прослушал вопрос. Когда Фридман попросил его ответить на вопрос, студент встал с места и уверенно произнес:

– Профессор, я не знаю, какой был вопрос, но знаю точный ответ на него – увеличить предложение денег!

Непереводимая игра слов

Prof. Freidman's statement that to be important a hypothesis must be descriptively false in its assumptions is the extreme version of the F-twist.
Paul Samuelson

Глава 5

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕФЛЯЦИЯ

Николай Коперник (1473–1543), великий польский астроном и экономист

Деньги обесцениваются тогда, когда их становится слишком много.

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Гиперинфляция	Ловушка ликвидности
Дезинфляция	Приемлемая инфляция
Дефляция	Низкая инфляция
Инфляция	Неприемлемая инфляция
Инфляция, основанная на ожиданиях	Структурная инфляция
Инфляция, порождаемая издержками	Установление инфляционных ориентиров

1. ИДЕНТИФИКАЦИЯ ИНФЛЯЦИИ

Проводимая денежная политика практически в любой стране значительно влияет на уровень инфляции.

@ *Инфляция (inflation)* – рост совокупного уровня цен в экономике.

Темпы инфляции могут быть различными. В аналитических целях в соответствии с критерием годового темпа роста цен принята следующая весьма условная классификация:

• *Низкая инфляция (low inflation)* – рост совокупного уровня цен в экономике не более чем на 2% в год.

• *Приемлемая инфляция (sustainable inflation)* – уровень инфляции, позволяющий поддерживать положительный темп роста реального ВВП. Этот уровень индивидуален для каждой страны, но обычно составляет не более 3–4% в год для развитых стран и не более 10–12% для развивающихся государств.

• *Неприемлемая инфляция (unsustainable inflation)* – уровень инфляции, оказывающий негативное воздействие на рост реального ВВП. Этот уровень также различен для каждой страны и зависит от ее макроэкономических условий. Обыч-

но инфляция, превышающая 15–20% в год, ведет к стагнации.

• *Гиперинфляция (hyper-inflation)* – рост совокупного уровня цен в экономике более чем на 50% в год. Это критический случай непереносимой инфляции.

• *Дефляция (deflation)* – отрицательная инфляция, падение общего уровня цен. Это специфический случай инфляции.

Инфляция, вызванная спросом

@ *Инфляция, порождаемая спросом (demand-pull inflation)* – рост цен, порождаемый устойчивым превышением совокупного спроса на товары и услуги над их совокупным предложением при существующем уровне цен.

Если экономика функционирует при уровне занятости и использовании производственных мощностей, близком к полному, то рост совокупного спроса увеличивает реальный ВВП сверх потенциального уровня, цены растут, зарплаты увеличиваются. В долгосрочной перспективе ВВП возвращается к исходному уровню, но цены растут дальше. Спрос может превысить предложение по четырем основным причинам:

• Рост денежной массы. С позиции монетаристов, рост цен связан с излишком денег в обращении сверх стоимости всех имеющихся товаров, или, что то же самое, инфляция возникает, когда предложение денег растет быстрее спроса на них.

• Рост государственного потребления. Увеличение расходов бюджета на закупку товаров и услуг сверх объема товаров и услуг, предлагаемых на рынке, может привести к росту цен на них.

• Рост частного потребления. Увеличение зарплаты и прочих доходов, бум на рынке акций или низкая процентная ставка по кредитам могут стимулировать потребление и подстегнуть инфляцию, если предложение будет отставать от растущего спроса.

• Рост экспортного спроса. Увеличение спроса из-за рубежа на экспортные товары может привести к росту цен на них внутри страны и также способствовать инфляции.

Предварительная идентификация инфляции, порождаемой спросом, возможна на основе визуального сопоставления графиков ИПЦ с графиками денежных агрегатов (М2 или М1), роста бюджетных расходов на товары и услуги или бюджетного дефицита, физического объема экспорта и индекса экспортных цен. Зачастую чисто внешнего впечатления от корреляции графиков (имеют ли эти графики похожий профиль?) бывает достаточно, чтобы составить предварительное представление об источниках инфляции в анализируемой стране. При этом важно учитывать, что воздействие предложения денег или расширение спроса на инфляцию обычно действует с некоторым – зачастую весьма существенным – временным лагом, измеряющимся месяцами, кварталами, а то и годами. Если очертания графиков похожи, но только сдвинуты по оси ординат, важно примерно определить, на сколько временных периодов отстает график инфляции от остальных графиков. Это поможет в дальнейшем при более точном эконометрическом моделировании инфляции.

Инфляция издержек

@ *Инфляция, порождаемая издержками (cost-push inflation),* – рост издержек производства, независимый от состояния совокупного спроса.

Основных – и наиболее видимых – источников роста издержек несколько:

• Рост зарплат. Издержки на оплату труда составляют значительную часть себестоимости продукции. Если в анализируемой стране сильны профсоюзы и в последнее время велись переговоры с правительством или работодателями о минимальном уровне зарплат, вполне возможно, что рост зарплат является одной из причин инфляции. Статистика

средних зарплат имеется в большинстве развитых стран и может служить хорошим ориентиром.

• Рост стоимости местного сырья и продуктов питания. Рост стоимости сырья может произойти в связи с исчерпанием дешевых источников его добычи, природными катастрофами, устареванием оборудования. Немаловажным фактором роста цен на сырье сельскохозяйственного происхождения являются сезонные колебания цен на него.

• Рост общего уровня налогообложения. Если в анализируемой стране были повышены ставки налога на добавленную стоимость, налога на продажу, налога на потребление, прибыль или другого налога, который затрагивает основную массу населения или предприятий, это безусловно является одним из источников инфляции.

• Рост стоимости импортных компонентов. Наиболее значительный вклад в инфляцию внутри страны вносит рост цен на нефть, если страна является импортером нефти. Кроме того, рост цен на импортные машины и оборудование, сырье и компоненты также увеличивает издержки производства. Специфическим источником роста издержек является повышение импортных тарифов.

Предварительная идентификация инфляции, порождаемой издержками, основана на анализе динамики статистики о зарплатах в государственном и частном секторах, выяснении их тенденций роста в номинальном и реальном выражении. Полезным источником также может служить месячная статистика цен на сырьевые и продовольственные товары, по которым особенно важно определить наличие и масштабы сезонных колебаний цен. Графическое представление импортных цен, включая и исключая нефть, может также ответить на вопрос, до какой степени импортные цены – и какие именно – влияют на инфляцию внутри страны и выяснить тенденции их изменений. Информация о времени и масштабах изменения налогов, тарифов и других сборов на импортные товары, которые могли повлиять на уровень внутренних цен, также служит важным источником для идентификации.

Инфляция, основанная на ожиданиях

@ *Инфляция, основанная на ожиданиях (expectation-based inflation),* – рост цен из-за глубоко укоренившихся ожиданий роста цен или падения курса национальной валюты и неверия в стабилизацию цен и курса в обозримом будущем.

В результате того, что для населения и предприятий инфляция кажется неизбежной, рост цен закладывается в будущие зарплаты и прибыли в качестве составляющего компонента. Например, если инфляционные ожидания высоки, то при ежегодном пересмотре зарплат их увеличение может быть основано на 5%-ном повышении для компенсации потерь от роста цен в текущем году, плюс еще 5% для предотвращения потерь в следующем году. Тем самым хотя реальная инфляция составляет только 5%, рост зарплат из-за инфляционных ожиданий оказывается значительно выше – 10%, что еще больше разгоняет инфляцию.

Ожидаемый темп обесценения плавающего валютного курса или масштаб ожидаемой девальвации фиксированного курса также являются важными источниками инфляции, основанной на ожиданиях. В результате падения курса национальной валюты импортные товары становятся дороже и темп обесценения, ожидаемый в будущем году, закладывается розничными торговцами в цену товаров. Обычно этот источник инфляции характерен для стран со слабым правительством и нестабильной экономикой, где население и предприниматели свыклись с ползучим ростом цен и обесценением национальной валюты и не ожидают изменений к лучшему в обозримой перспективе.

Идентификация инфляции, основанной на ожиданиях, возможна на основе информации о структуре зарплат, оговоренной в контрактах крупнейших проф-

союзов с работодателями и особенно о механизме индексации зарплат. Важным источником также служат планы правительства или законодательные требования относительно увеличения зарплат госслужащим. Ожидаемый темп обесценения валютного курса может быть оценен на базе макроэкономической модели либо на базе простой теории относительного паритета покупательной способности. Масштабы влияния обесценения курса на уровень внутренних цен приблизительно могут быть оценены по относительной доле импортных товаров в потребительской корзине, на базе которой оценивается индекс потребительских цен. Если импортные товары составляют 50% корзины потребления средней семьи, можно предположить, что только 50% обесценения валютного курса перейдет во внутреннюю инфляцию. Другими словами, если курс обесценился на 100%, рост внутренних цен по этой причине составит только 50%.

Структурная инфляция

@ *Структурная инфляция (structural inflation)* – рост цен, возникающий в результате несбалансированного роста отдельных отраслей.

Несбалансированный рост цен в отдельных отраслях может возникнуть по многим причинам. В отраслях, контролируемых государством, рост цен может произойти в результате дерегулирования розничных цен, ранее устанавливаемых или фиксируемых правительством. Наиболее типичен рост внутренних цен на бензин, газ, нефтепродукты, электроэнергию, когда правительство принимает решение устранить регулируемые цены и сравнять внутренние розничные цены с ценой мирового рынка, и рост цен на коммунальные услуги. В сельском хозяйстве ускоренный рост цен на продукты питания может возникнуть из-за отставания развития сельскохозяйственных отраслей от других отраслей экономики, что является структурной проблемой многих стран. В промышленности относительно быстрый рост цен на промышленные товары по сравнению с другими отраслями экономики обычно происходит из-за политики импортозамещения: местные товары, производимые взамен импортных, оказываются более дорогими, а на импортные товары накладываются высокие пошлины с целью поддержания местных производителей, что также удорожает эти товары на местном рынке.

Идентификация структурной инфляции основана на информации о мерах по дерегулированию цен, предпринятых или намечаемых правительством; на сопоставлении цен на ключевые товары до и после дерегулирования; на сравнении движения цен на продукты питания и промышленные товары, включенные в ИПЦ.

Ни в одной стране невозможно точно выяснить источники инфляции и однозначно отнести их только к одной из рассмотренных выше четырех категорий. Инфляция в любой стране порождается комплексом причин, часть из которых может погашать друг друга. Отдельные из этих причин могут играть ведущую роль в определенный год. Скажем, в конце 2004 г. резкий рост мировых цен на нефть стал очевидным источником инфляции во многих странах, импортирующих нефть. Если доля в ВВП зарплат государственных служащих высока и правительство решило проиндексировать эти зарплаты, то вероятно, что рост зарплат может стать главным источником инфляции. Наконец, если значительную часть ВВП составляет сельское хозяйство, которое поразили засуха или наводнение, то вполне вероятно, что инфляция будет порождена ростом цен на продукты питания. Установить источники инфляции в определенный год можно на основе статистики цен, в частности анализа того, какие цены выросли и почему. Но установить фундаментальные и долгосрочные причины инфляции в той или иной стране можно только на основе эконометрического анализа (*вставка 5.1*).

Вставка 5.1. Из истории инфляции

Хотя историческая информация об эпизодах инфляции далеко не полная, она свидетельствует, что до начала XX века эпизоды высокой инфляции были весьма редки. Инфляция в Испании, связанная с открытием Америки, никогда не была более 2% в год. Инфляция в Римской империи, приведшая к изданию в 301 г. императором Диоклетианом первого известного истории закона о контроле над ценами, возможно, достигала трехзначного уровня, измеряемая в denarius (маленьких монетах), но никогда не была высокой, измеряемой в solidus (золотые монеты). Гиперинфляция, когда темп инфляции превосходит 50% в месяц, возникла вместе с первыми буржуазными революциями, распадами империй, войнами и возникновением новых государств, когда власти печатали бумажные деньги в целях финансирования бюджетного дефицита (● см. файл «Глава 5. Решенные проблемы», лист «История»).

Страна/исторический эпизод	Период	Продолжительность	Инфляция (в %)		
			кумулятивная	среднегодовая	максимальная
Римская империя	151–301	151 год	19900	3,6	–
Китай/Династия Сангов	1191–1240	50 лет	2093	64	18
Европа/Черная смерть	1349–1351	3 года	139	33,6	56,3
Испания	1502–1600	99 лет	315	1,4	14,6
Франция/Джон Лоу	Февраль 1717 – декабрь 1720	47 месяцев	55	11,9	1431,3
Американская революция	Февраль 1777 – январь 1780	36 месяцев	2702	203,7	16098,7
Французская революция	Февраль 1790 – февраль 1796	73 месяца	26567	150,3	92067,6
Гражданская война в США	1862–1864	3 года	117	29,4	45,1
Северная конфедерация в США	Февраль 1861 – апрель 1865	51 месяц	9020	189,2	5605,7
Мексиканская революция	Февраль1913 – декабрь 1916	47 месяцев	10715	230,6	7716100
Китай	1938–1947	10 лет	2617681	176,6	612,5

Источник: Fischer S., Sahay R., Vegh C. Modem Hyper and High Inflations // IMF Working Paper, 2002. – No. 197.

Итак, инфляцию – рост уровня цен – можно классифицировать на приемлемую инфляцию (порядка 3–4% в год), неприемлемую инфляцию (обычно свыше 15–20%), гиперинфляцию (более 50%) и дефляцию (падение цен). Основных источников инфляции четыре: относительное превышение роста совокупного спроса над совокупным предложением, рост издержек производства независимо от состояния совокупного спроса, глубоко укоренившиеся ожидания роста цен или падения курса национальной валюты и неверие в их стабилизацию, структурная несбалансированность развития отдельных отраслей. Идентификация источников инфляции основана на данных о росте денежной массы, государственного и частного потребления, изменении валютного курса, уровне зарплат, системе их индексации, стоимости сырья, уровне внутреннего налогообложения, уровне импортных пошлин, дерегулировании контролируемых цен, сезонных колебаниях цен и существующих структурных диспропорций в экономике. В любой стране инфляция – многофакторный феномен.

2. ЭКОНОМЕТРИЧЕСКОЕ МОДЕЛИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Моделирование инфляции может осуществляться несколькими способами, наиболее распространенным из которых является оценка однофакторной модели, когда будущие значения инфляции зависят только от ее прошлых значений, и многофакторной модели, когда значения инфляции зависят от других макроэкономических показателей.

Однофакторная модель

Простая однофакторная модель типа *ARMA* (*p, q*) – авторегрессионная модель[1], в которой текущее значение инфляции зависит только от различных комбинаций его прошлого значения, может использоваться для моделирования стационарных временны́х рядов инфляции. В рассматриваемой проблеме 5.1 использованы 130 квартальных наблюдений индекса инфляции *P* в одной из стран в 1970–2000 гг.[2] Требуется оценить модель типа *ARMA* (*p, q*) (файл «Глава 5. Решение проблемы 5.1.»).

В силу значительных изменений индекса цен в районе 60-го наблюдения, что могло быть связано с внешним ценовым шоком, можно разбить временной ряд на два периода и повторить описанную процедуру для каждого из периодов, а затем сравнить полученные коэффициенты. Если они статистически неразличимы, полная *ARMA* (1,1,4) модель является наилучшей в следующей форме, где прописные буквы означают логарифм изначальной временной серии:

$$\Delta p = 0{,}009 + 0{,}755\Delta p_{t-1} - 0{,}395\varepsilon_{t-1} + 0{,}311\ \varepsilon_{t-4}. \quad (5.1)$$

Многофакторная модель

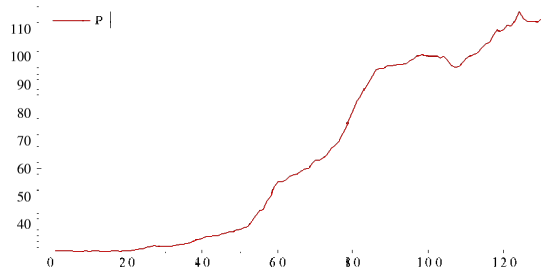
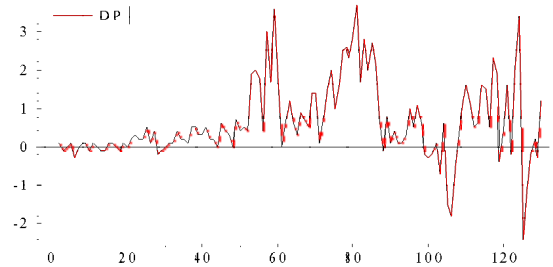
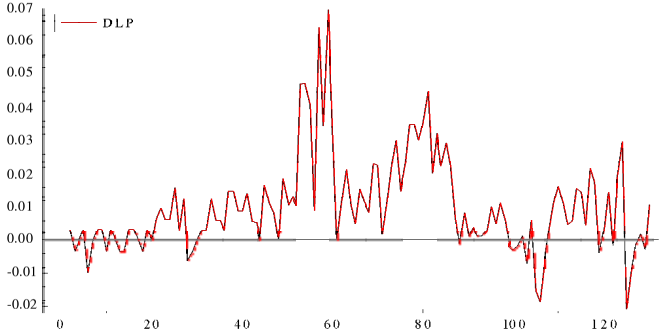
Для развитых стран с диверсифицированной экономикой инфляция должна моделироваться на базе многофакторной модели, которая по возможности включает все основные источники, влияющие на цены, как изнутри страны, так и из-за рубежа. Не все источники инфляции поддаются моделированию. К числу внутренних источников инфляции, по которым существуют статистические данные, обычно относят предложение денег, исходя из предпосылки о том, что в подавляющем большинстве стран уровень инфляции напрямую зависит от предложения денег; рынок труда (уровень и динамика зарплат), рынок товаров – модели производственного разрыва (*output gap*) и другие модели спроса, которые показывают наличие избыточного или недостаточного спроса на отдельные товары и, следовательно, позволяют определить последующую динамику цен; денежный рынок, особенно модели избыточного предложения денег; государственный долг. К числу внешних источников инфляции относят цены мирового рынка и мировой рынок капитала, который оказывает влияние на уровень цен в стране через влияние на процентную ставку. Многочисленные исследования показали, что общий уровень инфляции практически в любой стране сильно зависит от роста зарплат, импортных цен, цены на бензин и наценки, которые добавляют розничные торговцы к себестоимости продукции. Тем самым уровень инфляции можно моделировать как[3]

[1] *Autoregressive moving average, ARMA* – однофакторная стохастическая модель стационарного временно́го ряда, в которой текущее значение моделируемой переменной задается функцией от ее прошлых значений порядка *p* и функцией от прошлых ошибок порядка *q*. Об идентификации и оценке моделей *ARMA* (*p, q*) см. Луговская Л.В. Эконометрика в вопросах и ответах. – М.: Проспект, 2005. – С. 93–131.

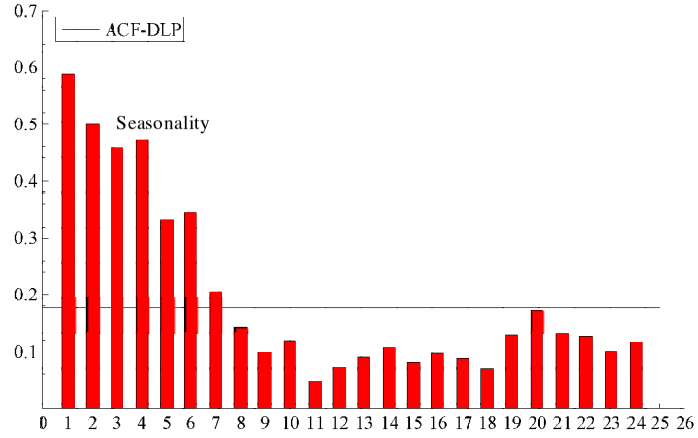
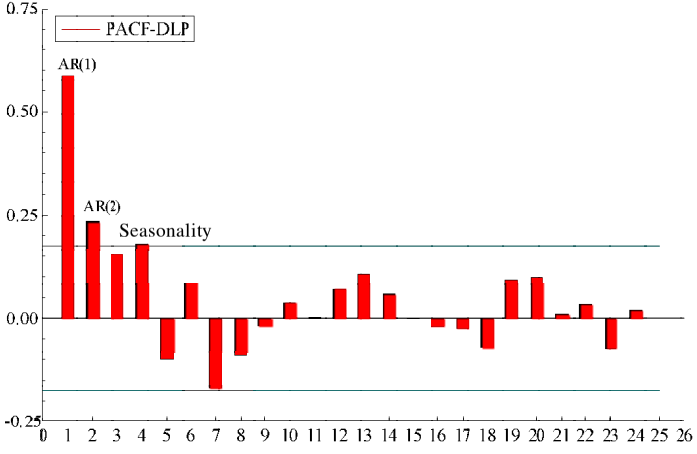
[2] Enders W. Applied Econometric Time Series. – N.Y: J. Wiley&Sons, 2004. – P.106–109.

[3] По описанной модели инфляция была успешно смоделирована для Австралии (см. De Brouwer, Gordon, Ericsson, Neil. Modeling inflation in Australia // Journal of business & economic statistics (U.S.); 16:433-49, October 1998.

Решение проблемы 5.1. Моделирование инфляции

	1. График серии цен в уровнях (*P*) явно нестационарен вокруг среднего значения и имеет восходящий тренд. Для моделирования необходимо обеспечить стационарность.
	2. Преобразование серии в форму первых разностей (*DP*) визуально обеспечивает стационарность вокруг среднего значения, однако среднее отклонение от него явно возрастает в районе 50–60-го наблюдения. Следовательно, серия также нестационарна и требует дальнейшего преобразования.
	3. После приведения изначальной серии в логарифмическую форму и взятия первых разностей логарифмов (*DLP*), серия выглядит стационарной. Формальный *Dickey-Fuller* тест на стационарность (отсутствие единичного корня) может подтвердить ковариантную стационарность этой серии.

Продолжение

	4. Автокорреляционная функция (*autocorrelation function*) *ACF* трансформации исходных данных как *DLP* быстро сходится к нулю – практически на восьмом лаге. Высокие значения функции на лагах 1–6 могут предполагать наличие скользящей средней величины *MA*(*q*). Кроме того, поскольку исходные данные – квартальные, неожиданный шип на лаге 4 может свидетельствовать о наличии сезонных эффектов в инфляции, которые надо принимать во внимание при моделировании. Учитывая, что исходные данные – квартальные, инфляция, видимо, возрастает в четвертом квартале каждого года.
	5. Частичная автокорреляционная функция (*partial autocorrelation function*) *PACF* тех же данных также быстро сходится к нулю – на пятом лаге. Шип на первом лаге, отличное от нуля значение функции на втором лаге, резкое падение функции между первым и вторым лагом, свидетельствуют о возможном наличии простого авторегрессионного процесса с одним или двумя лагами, *AR*(*p*). Функция также имеет шип на четвертом лаге, что подтверждает наличие сезонных эффектов, влияющих на инфляцию в четвертом квартале.

Продолжение

$$p_t = \alpha_0 + \alpha_1 p_{t-1} + \alpha p_{t-2} + \varepsilon_t + \beta_1\varepsilon_{t-1} + \beta_2\varepsilon_{t-2} + \beta_3\varepsilon_{t-3} + \beta_4\varepsilon_{t-4}$$

	α_0	α_1	α_2	β_1	β_2	β_4	Log Likelihood	AIC	Portmanteau (12)	Оценки модели Параметры и диагностика: Log Likelihood – логарифм правдоподобия, AIC – критерий информативности, Portmanteau (12) – тест на автокорреляцию до 12 лагов.
AR(1)	0,01 (4,11)	0,58 (8,27)					390,56	–6,008	23,03 (0,01)*	Модель подтверждает гипотезу об автокорреляции остатков (со значительным показателем теста на автокорреляцию) и должна быть отвергнута.
AR(2)	0,009 (3,22)	0,44 (5,22)	0,237 (2,78)				394,30	–6,051	14,39 (0,10)	Модель с двумя авторегрессионными членами лучше предыдущей, с более высоким коэффициентом правдоподобия, отрицательными AIC и незначительной автокорреляцией. Коэффициенты AR членов значительны $\alpha_1 + \alpha_2 < 1$.
ARMA(1,1)	0,009 (2,35)	0,89 (15,8)		–0,509 (–4,99)			396,62	–6,087	12,35 (0,19)	Модель с одним AR и одним скользящим средним членом еще лучше предыдущей: коэффициенты более значимы, лаг правдоподобия еще выше, AIC ниже и автокорреляция отсутствует. Поскольку индивидуально $\alpha_1 < 1$, предыдущую модель можно отбросить.
ARMA(1,1,4)	0,009 (2,73)	0,755 (8,61)		–0,395 (–3,48)		0,311 (2,81)	400,44	–6,099	6,76 (0,34)	Добавление к предыдущей модели MA(4) среднескользящей переменной позволяет уловить сезонную составляющую. Коэффициент β_4 очень значителен, диагностические параметры еще больше улучшаются.
ARMA (1,2)	0,009 (2,73)	0,88 (15,4)		–0,5036 (–4,67)	0,014 (–0,16)		396,63	–6,071	12,50 (0,13)	Эта модель хуже предыдущей по всем параметрам, особенно незначительности коэффициента β_2.

$$P = \mu L^{\alpha} I^{\beta} O^{c}, \qquad (5.2)$$

где

P – индекс потребительских цен (ИПЦ),

L – стоимость единицы труда (*unit labor cost*),

I – импортные цены с учетом импортного тарифа,

O – розничная цена бензина или цена нефти на внутреннем рынке,

μ – розничная наценка на себестоимость,

α, β, c – коэффициент эластичности.

В логарифмической форме – все переменные показаны прописными буквами – уравнение поддается эконометрической оценке:

$$p = ln\mu + \alpha(l) + \beta(i) + c(o) + \varepsilon. \quad (5.3)$$

Если принять гипотезу об унитарной гомогенности всех цен, т.е. что $\alpha + \beta + c = 1$, что также можно протестировать эконометрически, сравнив сумму всех коэффициентов с единицей, то уравнение 5.3 можно представить в реальных ценах и уловить концепцию относительных цен на каждом из рынков:

$$0 = ln\mu + \alpha(l - p) + \beta(i - p) + c(o - p). \qquad (5.4)$$

Оценка модели предполагает несколько ключевых этапов:

Определение исходных данных. Модель требует надежной статистической информации по четырем переменным. Все переменные должны использоваться в форме логарифма, индекса с общим базовым годом и не быть нескорректированной на сезонные колебания.

• Индекс потребительских цен p может использоваться в том виде, в каком он публикуется статистическими органами страны. Однако ИПЦ всегда включает элементы, которые не зависят от рынка, – цены на товары и особенно услуги, контролируемые государством (услуги здравоохранения), которые могут изменяться правительственным декретом и поэтому не могут быть смоделированы эконометрически. Кроме того, на динамику ИПЦ сильно влияют сезонные колебания цен на фрукты и овощи, процент по ипотечным кредитам и цены на бензин и другие нефтепродукты, которые должны моделироваться отдельно. Поэтому государственные услуги, фрукты и овощи, бензин обычно исключаются из ИПЦ, в результате чего моделированию подлежит только подразумеваемый ИПЦ (*underlying CPI*). Исключение фруктов и овощей из ИПЦ не означает его сезонной корректировки (*seasonal adjustment*), которая обычно делается весьма грубыми эконометрическими методами.

• Стоимость единицы труда l рассчитывается как валовая зарплата работников, включая все налоги, дотации, доплаты и другие денежные льготы, несельскохозяйственного сектора экономики, поделенная на реальный ВВП, произведенный в несельскохозяйственном секторе экономики.

• Импортные цены с учетом импортного тарифа i. Обычно используется дефлятор импортных цен на сезонно скорректированные объемы реального импорта. Из расчета дефлятора исключаются товары, на цены которых сильно влияют межгосударственные торговые договоры и которые в результате не определяются общим уровнем экономической активности в импортирующей стране (например, на закупку самолетов для государственной авиакомпании или газа по фиксированным ценам). Импортный тариф определяется как отношение налогов на импорт, показываемых в доходной части бюджета, к стоимости импорта. Дефлятор импортных цен затем умножается на единицу плюс импортный тариф.

• Розничная цена бензина или цена нефти на внутреннем рынке o определяется обычно как индекс розничной цены на автомобильный бензин.

Уровень интеграции. До начала моделирования каждая переменная должна быть проверена на стационарность. Про-

верка на стационарность означает выяснение уровня интегрированности каждой переменной. Степень интегрированности временной серии показывает, сколько раз нужно дифференцировать серию, чтобы сделать ее стационарной. Использовать нестационарные временные серии в моделировании нельзя. Работая с логарифмической трансформацией каждой серии, необходимо сделать ADF-тест на изначальной серии, ее первой и второй разностях. Чаще всего подобные серии оказываются нестационарными и требуют одинарной или двойной дифференциации, чтобы превратиться в стационарные. Уровень интегрированности отдельных серий может быть разным. Например, p может оказаться $I(1)$, тогда как $l - I(2)$. В этой ситуации необходимо принять суждение о том, в каком виде использовать все серии в модели – дифференцировав их один или два раза. В любом случае все серии должны быть дифференцированы одинаковое количество раз.

Коинтеграция. Проверка на коинтегрированность временных серий необходима для того, чтобы подтвердить, что все объясняющие переменные l, i, o экзогенны и не должны быть моделированы самостоятельно. Если хотя бы одна из них не экзогенна для моделируемого уравнения, эту переменную необходимо моделировать самостоятельно. Первый этап проверки коинтегрированности по процедуре Johansen – определение количества лагов, которое необходимо использовать в системе VAR. Путем сокращения с 4–5 до 1–2 лагов и на основании диагностической статистики лучше выбрать VAR с наименьшим количеством лагов, например одним. Если процедура Johansen показывает один коинтеграционный вектор, то первый из четырех коинтеграционных векторов, который рассчитывает модель (поскольку переменных четыре), может рассматриваться как приблизительная модель инфляции. В случае Австралии это

$$p = ln\mu + 0{,}495l + 0{,}468i + 0{,}066o. \quad (5.5)$$

Стилизованная модель

Для анализа инфляции и способов управления ею в развитых странах с многосекторальной экономикой, плавающим валютным курсом и активной денежной политикой необходимо использовать многофакторные модели. Такие модели будут различными для каждой страны, но стилизованная многофакторная модель, предложенная Н. Эрикссоном[1], может быть использована как начальный блок, на базе которого можно построить модель для анализируемой страны. В условиях, что каждая переменная может не быть экзогенной для модели в целом, стилизованная модель предусматривает возможность моделирования каждой переменной отдельно и оценку модели как системы.

Стилизованная модель состоит из четырех базовых уравнений (все переменные, показанные прописными буквами, – в логарифмической форме):

$$\Delta p_t = k_1 + \gamma_1 \Delta' z_t + \gamma_2 (p_{t-1} - \delta_1' z_{t-1}) + \gamma_3 \Delta p_{t-1} + \gamma_4 gap_{t-1} + \varepsilon_{1t}. \quad (5.6)$$

$$\Delta z_t = k_2 + \alpha_2 (p_{t-1} - \delta_1 z_{t-1}) + \varepsilon_{2t}. \quad (5.7)$$

$$\Delta gap_t = k_3 + \alpha_3 (gap_{t-1} - \delta_2 R_{t-1} - \delta_3 \Delta p_{t-1}) + \varepsilon_{3t}. \quad (5.8)$$

$$\Delta R_t = \alpha_4 (\delta_4 - \Delta P_{t-1}) + \alpha_5 (\delta_5 - gap_{t-1}) + \alpha_6 R_{t-1} + \varepsilon_{4t}. \quad (5.9)$$

Уравнение 5.7 говорит, что инфляция (избранный показатель изменения цен) Δp_t зависит от изменения вектора детерминант инфляции z_t (таких как цены единицы труда, уровень импортных цен и цены на нефть), инфляции в прошлый период Δp_{t-1}, размеров производственного разрыва gap_{t-1}, который можно аппроксимировать уровнем безработицы или уровнем неиспользованных производственных мощностей.

[1] Ericsson Neil. Empirical modeling of money demand and inflation. – Wash., IMF, 2001.

Уравнение 5.7 моделирует изменение вектора факторов Δz_t, которые могут влиять на инфляцию как разность уровня инфляции p_{t-1} и значения этого фактора z_{t-1} в предшествующий период. Уравнение 5.8 моделирует изменение размеров производственного разрыва Δgap_t как функцию от его уровня в предыдущий период gap_{t-1}, номинальной процентной ставки R_{t-1} в предыдущий период, уровень которой находится под контролем властей, и изменения инфляции в предыдущий период Δp_{t-1}. Наконец, уравнение 5.9 моделирует изменение номинальной процентной ставки ΔR_t, которая зависит от инфляции в предыдущий период Δp_{t-1}, размеров производственного разрыва gap_{t-1} и уровня процентной ставки R_{t-1} в предшествующий период.

Оцениваемые коэффициенты и параметры имеют существенное макроэкономическое значение. Например, δ_4 может рассматриваться как инфляционная цель, поскольку при режиме таргетирования инфляции $\Delta R_t = \alpha_4(\delta_4 - \Delta p_{t-1})$ или, раскрывая скобки, $\Delta R_t = \alpha_4\delta_4 - \alpha_4\Delta p_{t-1}$. Если принять $\alpha_4\delta_4 = c$ и учесть, что ΔR_t и Δp_{t-1} известны, то возможно оценить эконометрические коэффициенты c и α и затем вычислить параметр $\delta_4 = \frac{c}{\alpha}$, то есть определить уровень, на котором необходимо зафиксировать инфляционную цель – параметр δ_4, чтобы влиять на ожидаемую инфляцию Δp_t путем изменения номинальной процентной ставки R_t.

Коэффициент γ_3 показывает степень ускорения инфляции в течение одного временного периода. Коэффициент $\delta_1 \geq 0$ может интерпретироваться как розничная наценка, которую добавляют розничные торговцы к себестоимости продукции. Коэффициент $\gamma_4 \geq 0$, показывает зависимость инфляции от уровня загрузки производственных мощностей или уровня занятости и тем самым определяет кривую Филлипса: чем выше инфляция, тем выше занятость и загрузка производственных мощностей. При оценке модели все переменные должны быть преобразованы в стационарные одного уровня интеграции.

Итак, эконометрическое моделирование инфляции может осуществляться на базе однофакторной и многофакторной моделей. В простейшей однофакторной авторегрессионной модели со скользящей средней текущее значение инфляции зависит только от различных комбинаций ее значения в прошлом. Оценка такой модели предполагает приведение временной серии инфляции к стационарному виду и поиску количества лагов авторегрессионного компонента и количества лагов компонента скользящей средней, сочетание которых позволит наилучшим образом описать поведение инфляции. Многофакторные модели инфляции должны по возможности идентифицировать все основные источники, влияющие на инфляцию, как изнутри страны, так и из-за рубежа. В большинстве стран инфляция может моделироваться с использованием информации о четырех ее основных источниках: изменении заработной платы, импортных ценах, ценах на бензин и наценок, которые добавляют розничные торговцы к себестоимости продукции. В более развитой стилизованной модели общий уровень инфляции ставится в зависимость от набора цен на отдельные факторы производства, процентной ставки, уровня производства и занятости и позволяет определить уровень инфляционной цели, сопоставимой с существующим уровнем процентной ставки.

3. ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОРИЕНТИРЫ

Наряду с рестриктивными мерами денежной политики, направленными на резкое сокращение инфляции, некоторые страны используют меры, которые предусматривают установление долгосрочных целей денежной политики

и их привязку к обеспечению поддержания определенного уровня инфляции.

Условия и ограничения

@ *Установление инфляционных ориентиров (inflation targeting)* – экономическая политика, которая предусматривает поддержание заранее объявленного уровня инфляции и использование инструментов денежной и бюджетной политики для достижения этой цели.

Установление инфляционных ориентиров может использоваться как для сдерживания инфляции на уровне не выше выбранного в странах, где высокая инфляция является макроэкономической проблемой, так и для повышения инфляции до уровня не ниже выбранного в странах, где макроэкономической проблемой является хроническая дефляция. Использование инфляционных ориентиров для сдерживания инфляции применяется значительно чаще, чем для ее повышения.

Инфляционные ориентиры используются с 1989 г. рядом развитых стран – Англией, Канадой, Швецией, Финляндией, Новой Зеландией, Австралией, Испанией – как средство поддержания инфляции на низком уровне, который одновременно обеспечивал бы необходимые темпы роста и поддержание безработицы на низком уровне. Политика таргетирования инфляции может проводиться Центральным банком индивидуально (как в Австралии, Швеции или Финляндии), совместно с правительством (как в Канаде и Новой Зеландии), или министерством финансов, если оно отвечает за денежную политику (как в Англии).

Механизм инфляционных ориентиров состоит из трех этапов: установление инфляционного ориентира, прогнозирование инфляции и осуществление мер макроэкономической политики для обеспечения достижения инфляционной цели. Центральный банк обычно прогнозирует будущий уровень инфляции. Этот прогноз сравнивается с целевым уровнем инфляции. Если прогнозируемый уровень выше цели, принимаются меры по сдерживанию роста денежной массы. Инфляционные ориентиры позволяют контролировать инфляционные ожидания, донося до агентов рынка мысль о том, что власти в любом случае не допустят инфляцию, превышающую установленный уровень. Они также используются как критерий оценки эффективности политики Центрального банка. В некоторых странах существуют специальные условия, при которых ЦБ освобождается от ответственности за соблюдение инфляционной цели, обычно при возникновении ситуации, которая полностью выходит за пределы контроля ЦБ. Если инфляционные ориентиры считаются главной задачей денежной политики, то достижение других целей денежной политики возможно только в той степени, в какой они не противоречат целям макроэкономической политики.

Возможность использования инфляционных ориентиров требует наличия определенных условий:

- *Макроэкономические условия*. Власти должны официально провозгласить и твердо придерживаться курса на обеспечение стабильности цен как основной цели денежной политики. Стабильность цен как макроэкономическая цель исключает возможность одновременного достижения других целей, таких как стабильность номинального валютного курса или рост реального производства (сокращение безработицы). Режим ограниченно плавающего валютного курса может сочетаться с инфляционным ориентиром, если последнему отдается четкий приоритет. Рост реального производства может также сочетаться с инфляционным приоритетом как второстепенной целью макроэкономической политики. Производство в этом случае может стимулироваться за счет роста кредита ЦБ, но только до пределов, ограниченных прогнозным значением инфляции и не за счет убытков ЦБ.
- *Институциональные условия.* Для обеспечения достижения инфляционных

ориентиров ЦБ должен располагать независимыми от правительства инструментами денежной политики. Тем самым независимость целей денежной политики должна дополняться независимостью имеющихся в наличии инструментов. Инфляционное ориентирование невозможно в странах, где правительство регулярно финансирует бюджет за счет кредитов ЦБ, имеет потенциальную возможность это делать, поскольку это функция ЦБ, установленная законом, или где оно периодически делает большие займы на внутреннем финансовом рынке, емкость которого мала. В этой ситуации правительство может препятствовать увеличению процентных ставок для корректировки потенциального превышения прогнозируемой инфляцией уровня инфляционного ориентира, так как рост процента для правительства будет означать рост стоимости его займов на внутреннем финансовом рынке.

• *Операционные условия.* Инфляционное ориентирование требует наличия транспарентной денежной системы, в которой ЦБ регулярно и ясно сообщает о целях и результатах проводимой денежной политики. Инфляционный ориентир должен быть ясно объявлен; данные, позволяющие оценить состояние денежной политики, должны быть доступны всем желающим; причины любых изменений в денежной политике должны быть ясно объяснены, включая их возможное воздействие на инфляционные ориентиры; в случае несоблюдения инфляционного ориентира, установленного на определенный момент, причины и принятые меры для корректировки должны также быть сообщены; результаты проведения политики инфляционного ориентирования должны периодически анализироваться.

Политика инфляционного ориентирования имеет ряд существенных ограничений.

• Инфляционные ориентиры не могут быть применены в условиях фиксированного валютного курса. Как известно, денежная политика экзогенна при фиксированном валютном курсе, т.е. в долгосрочной перспективе попросту отсутствует и может быть использована только на очень коротких промежутках времени для временного сглаживания колебаний ликвидности. Тем самым действует закон одной цены – цены товаров на внутреннем рынке равны их ценам в странах – торговых партнерах, умноженным на валютный курс. Поскольку курс фиксирован, внутренняя инфляция равна инфляции в странах-партнерах, взвешенной по доле каждой из этих стран в общем объеме торговли данной страны.

• Инфляционные ориентиры могут препятствовать снижению безработицы. Соотношение между инфляцией и безработицей, так называемая кривая Филипса, как известно, показывает, что чем ниже инфляция, тем выше может быть безработица. Однако в долгосрочной перспективе эта кривая превращается в вертикальную линию, показывающую, что, сколько ни разгоняй инфляцию, безработица останется на своем естественном уровне. Инфляционные ориентиры используются для сокращения инфляции до желаемого уровня, что само по себе должно увеличить безработицу. Однако в долгосрочной перспективе низкая инфляция способствует росту и, следовательно, сокращению безработицы.

• Инфляционные ориентиры могут не содействовать финансовой стабильности. Сдерживание роста денежной массы для достижения инфляционной цели в краткосрочной перспективе может отрицательно повлиять на финансовое состояние отдельных банков. Большие по масштабам и неожиданные по времени переливы капитала могут потребовать инвестиции ЦБ для управления курсом национальной валюты, что будет препятствовать достижению инфляционного ориентира. В экономиках, где высоко влияние доллара, попытки ввести инфляционные ориентиры могут вообще не сработать, поскольку денежная политика в значительной степени диктуется из-за рубежа, и иметь дестабилизирующий эффект.

Параметры инфляционной цели

Инфляционная цель определяется по следующим параметрам:

• *Временной горизонт.* Обычно Центральному банку дается 12–18 месяцев, чтобы обеспечить уровень инфляции, сопоставимый с целью. Это связано с тем, что все инструменты денежной политики оказывают воздействие на уровень инфляции с определенным лагом. Желаемый уровень инфляции может пересматриваться в зависимости от того, на каком этапе бизнес-цикла находится страна (как в Австралии), либо оставаться неизменным в течение нескольких лет и служить долгосрочным ориентиром (2,5% – инфляция в Англии). При установлении временного горизонта учитывается, что денежная политика оказывает воздействие на уровень инфляции со значительным временным лагом и что такое воздействие произойдет в течение определенного временного периода. Поэтому установление инфляционной цели как скользящей средней на последующие два года обычно считается практикой, дающей властям достаточно времени и свободы маневра для проведения соответствующих изменений в денежной политике.

• *Уровень инфляционной цели.* Инфляционная цель не может быть сформулирована как отсутствие инфляции вообще или наличие нулевой инфляции. Только в силу того, что на рынке появляются новые товары, улучшается качество имеющихся товаров и существующие зарплаты редко понижаются, уровень инфляции в любой стране должен составлять минимум 0,5–1% в год. Поэтому большинство стран, использующих инфляционное нацеливание как цель макроэкономической политики, устанавливают допустимый уровень инфляции на уровне 2% в год.

• *Выбор индекса цен.* Обычно в качестве средства измерения инфляционной цели выбирается индекс потребительских цен. Его преимущество состоит в том, что он отражает изменение как внутренних, так и мировых цен. Однако в большинстве стран из индекса потребительских цен исключаются следующие компоненты: процент за ипотечные кредиты, поскольку повышение Центральным банком процентной ставки, в случае если прогнозируемая инфляция оказывается выше цели, может привести к росту процента по ипотеке и тем самым сильнее разогнать инфляцию; прямые налоги, с тем чтобы изменения в фискальной политике не повлекли нежелательных изменений в денежной политике; цены на продукты питания и энергоносители, которые обычно резко меняются, но возвращаются к среднему значению в долгосрочной перспективе.

• *Ширина ориентировочного пояса.* Инфляционный ориентир может быть определен либо как абсолютный уровень (2% в год), как промежуток (в пределах 2–4 % в год), либо как потолок (не более 5% в год). Смешанные варианты предполагают, что инфляция должна находиться в пределах определенного промежутка, но ближе к его нижней границе. Установление цели как ориентировочного пояса считается более заслуживающим доверия по сравнению с фиксацией цели в виде определенной цифры. В условиях, когда трансмиссионный механизм между денежной политикой и инфляцией точно не известен, ЦБ наверняка не сможет обеспечить достижения уровня инфляции, выраженного определенной цифрой. Кроме того, пояс показывает масштаб приемлемого отклонения от центральной инфляционной цели. Чтобы вызывать доверие, ориентировочный пояс не должен быть слишком широким. В то же время он не должен быть слишком узким, чтобы экономически незначительные отклонения от инфляционной цели не создавали впечатления ее нарушения.

Политика инфляционного нацеливания требует серьезного информационного обеспечения, которое включает моделирование инфляции, текущий мониторинг показателей, влияющих на инфляцию, и информацию общественности о результатах такой политики.

• *Прогноз инфляции.* Необходимым условием успешного инфляционного таргетирования является составление достоверного прогноза инфляции – либо на базе многосекторальной эконометрической или одновариантной модели. Инфляционная цель может быть встроена в такой прогноз, например, как $\Delta R_t = \alpha(\delta - \Delta p_{t-1})$, где δ – инфляционный ориентир, ΔR_t – изменение процентной ставки в текущий период, ΔP_{t-1} – уровень инфляции в предыдущий период. Поскольку инфляционный ориентир и уровень инфляции в предыдущий период известны (например, цель заключается в том, чтобы снизить инфляцию до 3% в год, хотя в прошлом году она составила 10%), то, оценив простую регрессию вида $\Delta R_t = \beta - \alpha\Delta p_{t-1})$, где $\beta = \alpha\delta$, всегда можно вычислить, насколько ЦБ должен повысить процентную ставку ΔR_t, чтобы обеспечить $\alpha = 3$.

Модель, используемая для прогноза инфляции в условиях внедрения политики инфляционного ориентира, должна в явной форме моделировать процесс трансмиссии импульса от инструментов денежной политики, находящихся в распоряжении ЦБ, к избранному показателю инфляции. Такая модель должна позволять осуществлять анализ чувствительности инфляции к одноразовому изменению в каждом из инструментов денежной политики. Например, модель должна, при допущении неизменности всех остальных макроэкономических параметров, позволить ответить на вопрос, насколько сократится инфляция через год, если процентная ставка будет повышена на один процентный пункт. Сложность заключается в том, что пути трансмиссий импульсов денежной политики многочисленны и оказывают влияние на инфляцию через опосредствованное влияние на другие сектора экономики. Поэтому наиболее прагматическим путем моделирования трансмиссии является сопоставление результатов нескольких моделей – от простых одновариантных до многоотраслевых – и принятия суждения на основе эконометрической информации.

• *Текущий мониторинг.* Для успешного осуществления политики инфляционного тергетирования ЦБ должен осуществлять мониторинг и влиять на динамику промежуточных показателей, которые воздействуют на инфляцию. Обычно такие показатели делятся на показатели, отслеживаемые поквартально (резервные деньги, совокупный кредит экономике), по которым должны устанавливаться ориентировочные границы, обеспечивающие достижение инфляционной цели; показатели, отслеживаемые помесячно и еженедельно, по которым должно быть установлено абсолютное референтное значение, обеспечивающее достижение инфляционной цели; показатели, мониторинг которых должен осуществляться постоянно (текущие и форвардные значения валютного курса и процентной ставки) и управление которыми должно являться каждодневной задачей денежной политики властей.

• *Транспарентность.* Центральный банк может публиковать (Новая Зеландия, Англия) или не публиковать (остальные страны) прогноз инфляции. Если прогноз публикуется, то это должно делаться регулярно, не реже раза в квартал. В пользу публикации прогноза инфляции свидетельствует то, что это помогает сгладить инфляционные ожидания и бизнес-цикл; против – то, что это делает политику ЦБ чрезмерно прозрачной и играет на руку валютным и иным рыночным спекулянтам. ЦБ также должен публиковать ориентировочные показатели и их ориентировочные границы, референтные значения ежемесячных и еженедельных показателей, и показатели, которые отслеживаются ежедневно. Но ЦБ может не публиковать индекс или другие инструменты, которые используются для проведения денежной политики и принятия текущих решений по вопросам денежной политики. Инфляционная цель обычно устанавливается и обнародуется раз в год.

Итак, инфляционное таргетирование представляет собой экономическую политику, предусматривающую поддержание заранее объявленного уровня инфля-

ции и использование инструментов денежной и бюджетной политики для достижения этой цели. Механизм инфляционных ориентиров состоит из трех этапов: установление инфляционного ориентира, прогнозирование инфляции и осуществление мер макроэкономической политики для обеспечения достижения инфляционной цели. Возможность использования инфляционных ориентиров требует наличия соответствующих макроэкономических, институциональных и операционных условий. Ограничения политики инфляционного нацеливания заключаются в том, что она не может быть применена в условиях фиксированного режима валютного курса, может препятствовать снижению безработицы и поддержанию финансовой стабильности. Параметры инфляционной цели выключают временной горизонт, уровень цели, выбор индекса цен, ширину ориентировочного пояса. Информационное обеспечение инфляционного ориентирования заключается в составлении прогноза инфляции, осуществлении текущего мониторинга и публикации инфляционной цели и макроэкономических показателей, обеспечивающих ее достижение.

4. ДЕФЛЯЦИЯ

Источники дефляции

Обратный для инфляции процесс – дефляция – также может представлять серьезную макроэкономическую проблему.

@ *Дефляция (deflation)* – продолжительное и не зависящее от политики властей падение общего уровня цен в экономике, продолжающееся несмотря на то, что ставка процента снижена до нуля (*вставка 5.2*).

Понятие дефляции не надо путать с понятием дезинфляции.

@ *Дезинфляция (disinflation)* – принятие властями мер по сокращению инфляции.

Дефляция имеет два основных признака. Во-первых, падение цен должно быть повсеместным в экономике в целом, а не в отдельных, пусть даже значительных, секторах. Снижение цен в отдельных отраслях может означать просто усиление конкуренции и рост производительности. Во-вторых, такое падение цен должно продолжаться долго, по крайней мере более года. Повсеместное падение цен в течение нескольких месяцев может быть сезонным или циклическим явлением и поэтому не считается дефляцией.

При прочих равных условиях в рыночной экономике снижение цен может происходить по двум причинам – из-за роста предложения или сокращения спроса. Если сокращение спроса является причиной дефляции, это особенно опасно. На рис. 5.1 совокупный спрос AD_1 равен совокупному предложению AS_1 в точке A, в которой уровень ВВП составляет Y_1 при небольшой положительной инфляции на уровне P_1. Возможны два основных источника дефляции, каждый из которых связан с определенным шоком.

• *Рост совокупного предложения.* При возникновении новой технологии или открытии нового производственного ресурса возможен шок, ведущий к росту

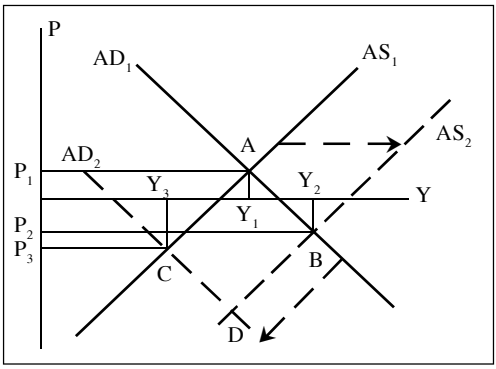


Рис. 5.1. Источники дефляции

Вставка 5.2. Из истории дефляции

Дефляция была характерной чертой экономики многих стран в XIX веке. В США в течение этого столетия совокупный уровень цен упал примерно на половину, в Англии – на треть. Это было связано не столько с промышленной революцией и ростом совокупного производства, сколько с золотым стандартом. Спрос на деньги рос по мере роста населения и технологических нововведений, но предложение золота оставалось практически неизменным, что приводило к дефляции цен на остальные товары и низким темпам экономического роста.

Во время кризиса 1929–1933 годов и великой депрессии цены в США упали на 24% после того, как на протяжении предыдущих восьми лет они находились практически на неизменном уровне. Такое падение цен сопровождалось падением производства на 30%. Аналогичная ситуация с ценами была в это время и в других странах – в Японии они упали на 25%, в Швеции – на 20% и т.д. В послевоенный период эпизоды продолжительного падения общего уровня цен наблюдались в Канаде, Новой Зеландии, Норвегии, Швеции, ФРГ.

Ситуация дефляции характеризовала экономику Японии с середины 90-х годов. Дефляция проявлялась в падающем показателе дефлятора ВВП и начиная с 1998 г. – сокращающемся ВВП. Резкое падение цен на недвижимость и акции привело к неплатежеспособности банков и еще больше усугубило дефляцию. Банк Японии снизил процентную ставку по кредитам до нуля, но цены продолжали падать на фоне стагнирующего производства.

совокупного предложения, скажем, уровня AS_1 до уровня AS_2, притом что совокупный спрос продолжает оставаться на уровне AD_1. Равновесие возникает в точке *B*, где при росте ВВП до Y_2 цены падают до P_2. При шоке, возникающем в результате роста совокупного предложения, сокращение цен само по себе не означает дефляции, особенно если совокупный спрос довольно быстро также увеличится и обеспечит некоторый положительный рост цен.

• *Падение совокупного спроса.* В результате циклической депрессии, резкого падения цен на активы, особенно на рынке ценных бумаг, или проведения слишком ограничительной макроэкономической политики совокупный спрос может сократиться с AD_1 до AD_2, и при неизменном предложении AS_1 равновесие возникнет в точке *C,* где ВВП падает до Y_3 и цены сокращаются до P_3. В ситуации падения цен в результате сокращения совокупного спроса может возникнуть глубокая дефляция, сопровождаемая падением производства и приводящая к продолжительной рецессии.

• *Рост совокупного предложения параллельно с падением спроса.* Теоретически такая ситуация также возможна, хотя маловероятна. Равновесие при этом возникает в точке *D*, где сильное падение цен сопровождается либо ростом, либо падением производства – в зависимости от взаимного расположения прямых AD_2 и AS_2.

@ *Встроенная дефляция (embedded deflation)* – падение цен, основанное на укоренившихся в сознании ожиданиях, глубоком убеждении в том, что общий уровень цен будет продолжать падать, независимо от проводимой правительством политики.

Опасности дефляции

С макроэкономической точки зрения дефляция особенно опасна тогда, когда ее основным источником является падающий совокупный спрос. Основные проблемы, создаваемые дефляцией, следующие:

• *Денежная политика становится неэффективной*. Дефляция опасна, поскольку экономику становится невозможно стимулировать за счет снижения процентной ставки, которая не может быть ниже нуля. При бесконечно эластичном спросе на деньги и процентной ставке, близкой к нулю, возникает ситуация, при которой денежная политика не может влиять ни на уровень процентных ставок, ни на уровень производства. ЦБ, сократив процентную ставку до уровня ниже инфляции, теряет последний инструмент воздействия на макроэкономику, которая не отвечает на посылаемые импульсы, ибо потребители не готовы брать новые займы, даже беспроцентные, и тратить их на покупку товаров и услуг. По этой причине умеренная инфляция в размере 1–3 % считается идеальной и большинство ЦБ мира нацеливают свою денежную политику на поддержание таких темпов инфляции частично для того, чтобы экономика не вошла в спираль дефляции.

@ *Ловушка ликвидности (liquidity trap)* – ситуация, в которой рост предложения денег не ведет к сокращению процентной ставки и денежная политика становится неэффективной как средство стимулирования экономики.

Последствия данной ситуации таковы:

• *Реальная стоимость долга растет*. Дефляция приводит к росту стоимости обслуживания государственного и корпоративного долга. Государство и особенно компании зачастую берут взаймы, исходя из предположения, что цены на товары их производства будут расти, что позволит генерировать больше прибыли и расплатиться с долгом, объем которого фиксирован и не увеличивается с ростом цен. Если цены, напротив, падают, обслуживание долга становится весьма затруднительным. Компании вынуждены увольнять персонал, что сокращает их доходы и еще больше подрывает спрос.

• *Потребительский спрос падает*. Когда дефляционные ожидания становятся особенно высокими, потребители и предприятия откладывают расходы, ожидая еще большего падения цен. При сокращении личных доходов наиболее возможный источник следующего шока – дефолт по ипотечным кредитам на покупку недвижимости.

Показатели дефляции

Основным признаком начала дефляции является низкий или падающий трендовый уровень инфляции на фоне растущей незагруженности производственных мощностей.

Если темп инфляции и процентные ставки близки к нулю, риск попадания страны в спираль дефляции очень высок. Дефляция, в основе которой лежит шок, вызванный сокращением спроса, опаснее дефляции, вызванной резким ростом предложения. Но в то же время такую дефляцию легче обнаружить.

Существует несколько источников информации о начинающейся дефляции:

• *Совокупный уровень цен*. Если ИПЦ и дефлятор ВВП, как наиболее всеобъемлющие показатели совокупного уровня цен, находятся на уровне, близком к 1%, на протяжении нескольких кварталов, – это показатель возможного начала дефляции.

• *Неиспользованные мощности*. Хотя неиспользованные мощности характеризуют большое количество стран, этот показатель может рассматриваться как знак начинающейся дефляции, если уровень недозагрузки мощностей растет или постоянен на фоне того, что прибыльность капитала падает.

• *Цены на активы*. Падение индекса фондового рынка и цен на недвижимость обычно интерпретируется как признак возможной дефляции.

• *Показатели денежного рынка*. Надвигающаяся дефляция обычно сопровождается серьезным падением как спроса на кредит, так и его предложения банками, которые стремятся не принимать на себя чрезмерного риска.

Дефляция может распространяться между странами через несколько основных каналов: валютный курс (страны с фиксированным валютным курсом обычно более подвержены негативным шокам, приходящим из-за рубежа, чем страны с плавающим курсом), цены на активы (дефляция устраняет разницу между поддержанием сбережений в наличной валюте и инвестированием в активы, тем самым сокращая инвестиции), канал рациональных ожиданий (после того как цены начали падать, потребители могут значительно сократить расходы в ожидании еще большего падения цен, что приведет к усугублению депрессии); кредитный канал (падение стоимости залога в результате дефляции приводит к росту кредитных рисков, в результате чего банки вынуждены сокращать финансирование, что подрывает производство и еще больше подавляет цены).

Антидефляционные меры

Меры, предотвращающие дефляцию, включают правильное установление инфляционной цели, меры денежной, бюджетной, валютной и структурной политики.

• *Правильное установление инфляционной цели*. Такая цель не может быть слишком высокой, поскольку в противном случае подрывается сама идея инфляционной цели – борьба с инфляцией. Но она и не может быть слишком низкой, поскольку чем ниже инфляционная цель, тем выше вероятность того, что процентная ставка снизится до нуля, сводя на нет эффективность денежной политики.

• *Денежная политика*. Поскольку в подавляющем большинстве стран инфляция – денежный феномен и ее уровень сильно коррелирует с предложением денег, инъекции дополнительной ликвидности Центральным банком могут обеспечить поддержание инфляции на низком положительном уровне. Увеличение денежной массы в обращении и искусственное создание инфляции может быть обеспечено за счет крупномасштабного приобретения ЦБ государственных ценных бумаг на открытом рынке, сокращения краткосрочных процентных ставок до нуля на определенный период, расширения возможностей для банковских кредитов путем увеличении перечня активов, которые банки могут брать в залог при предоставлении кредитов. Если ЦБ по причинам политического характера или в силу поддержания политики фиксированного валютного курса не может оперативно расширить предложение денег для того, чтобы искусственно создать инфляцию, это может укрепить неблагоприятные ожидания общего падения цен и тем самым усилить дефляцию. Главная задача антидефляционной политики ЦБ – изменить ожидания населения относительно того, что в непосредственном будущем скорее всего произойдет не дальнейшее падение цен, а будет их стабилизация и, возможно, некоторый рост.

• *Фискальная политика*. Простое расширение расходов бюджета за счет роста бюджетного дефицита и финансирования дополнительных расходов или сокращения налогов, приводящее к росту индивидуального потребления, может помочь предотвратить дефляцию. В условиях ловушки ликвидности, когда денежная политика практически не работает, точное по времени одноразовое сокращение налогов может увеличить располагаемый налог и стимулировать потребление и тем самым инфляцию. Такое сокращение налогов может быть введено только на ограниченный промежуток времени (например, на год) для того, чтобы перебороть укоренившиеся дефляционные ожидания и побудить население и предприятия увеличить спрос.

• *Валютная политика*. Переход от фиксированного к плавающему курсу национальной валюты является наиболее рекомендуемой политикой в период дефляционных ожиданий. При фиксированном курсе и репрессированном внутреннем спросе цены на торгуемые товары и процентные ставки обычно со-

кращаются. При переходе к плавающему курсу и при условии относительной свободы движения капитала, падающие процентные ставки и цены на торгуемые товары приведут к снижению курса национальной валюты, удорожанию импорта и это также подстегнет инфляцию. Более того, при плавающем валютном курсе риск международного распространения дефляционного шока значительно меньше, чем при фиксированном курсе, поскольку изменение курса сыграет роль естественного амортизатора: при угрозе дефляции денежные власти всегда смогут расширить предложение денег и создать инфляцию искусственно.

- *Структурная политика*. Приватизация, улучшение условий для конкуренции, устранение контролируемых цен, введение свободного рынка труда и другие меры структурной политики способствуют более эффективному распределению ресурсов, увеличению прибыльности инвестиций и в конечном итоге росту спроса и снижению дефляционных тенденций.

Итак, дефляция – длительное падение общего уровня цен в экономике, продолжающееся несмотря на снижение до нуля ставки процента – может составлять серьезную макроэкономическую проблему, особенно если она возникает в результате сокращения совокупного спроса. Признаками дефляции является повсеместное падение уровня цен, продолжающееся более года. Дефляция опасна, поскольку она ведет к сокращению номинального ВВП, экономику становится невозможно стимулировать методами денежной политики, стоимость обслуживания государственного и корпоративного долга возрастает, увеличивается количество банкротств и неоплаченных займов, что может привести к банковскому кризису. Дефляцию можно определить по падению совокупного индекса цен, росту незагруженных мощностей, падению цен на активы, особенно на жилье и акции, сокращению спроса на кредит. Антидефляционные меры включают правильное установление инфляционной цели, а также стимулирующие меры денежной и фискальной политики наряду с девальвацией валютного курса и активными структурными реформами.

5. РЕЗЮМЕ

1. Инфляция представляет собой рост совокупного уровня цен. В аналитических целях, исходя из критерия темпов роста цен, различают низкую инфляцию (до 2% в год), приемлемую инфляцию (порядка 3–4%), неприемлемую инфляцию (обычно свыше 15–20%), гиперинфляцию (более 50%) и дефляцию (падение цен). Выделяют четыре основных источника инфляции: относительное превышение роста совокупного спроса над совокупным предложением, рост издержек производства независимо от состояния совокупного спроса, глубоко укоренившиеся ожидания роста цен или падения курса национальной валюты и неверия в их стабилизацию и структурная несбалансированность развития отдельных отраслей. Идентификация источников инфляции основана на данных о росте денежной массы, государственного и частного потребления, изменении валютного курса, уровне зарплат, системе их индексации, стоимости сырья, уровне внутреннего налогообложения, уровне импортных пошлин, дерегулировании контролируемых цен, сезонных колебаниях цен и существующих структурных диспропорциях в экономике. В любой стране инфляция – многофакторный феномен.

2. Эконометрическое моделирование инфляции может осуществляться на базе однофакторной и многофакторной моделей. В простейшей однофакторной авторегрессионной модели со скользящей средней текущее значение инфляции за-

висит только от различных комбинаций ее значения в прошлом. Оценка такой модели предполагает приведение временной серии инфляции к стационарному виду и поиску количества лагов авторегрессионного компонента и количества лагов компонента скользящей средней, сочетание которых позволит наилучшим образом описать поведение инфляции. Многофакторные модели инфляции должны по возможности идентифицировать все основные источники, влияющие на инфляцию, как внутри страны, так и из-за рубежа. В большинстве стран инфляция может моделироваться с использованием информации о четырех ее основных источниках: изменении заработной платы, импортных цен, цен на бензин и наценок, которые добавляют розничные торговцы к себестоимости продукции. В более развитой стилизованной модели общий уровень инфляции ставится в зависимость от набора цен на отдельные факторы производства, процентной ставки, уровня производства и занятости и позволяет определить уровень инфляционной цели, сопоставимой с существующим уровнем процентной ставки.

3. Инфляционный ориентир представляет собой экономическую политику, предусматривающую поддержание заранее объявленного уровня инфляции и использование инструментов денежной и бюджетной политики для достижения этой цели. Механизм инфляционных ориентиров предполагает установление инфляционного ориентира, прогнозирование инфляции и осуществление мер макроэкономической политики для обеспечения достижения инфляционной цели. Возможность использования инфляционных ориентиров требует наличия соответствующих макроэкономических, институциональных и операционных условий. Ограничения политики инфляционного нацеливания заключаются в том, что она не может быть применена в условиях фиксированного режима валютного курса, может препятствовать снижению безработицы и поддержанию финансовой стабильности. Параметры инфляционной цели выключают временной горизонт, уровень цели, выбор индекса цен, ширину ориентировочного пояса. Информационное обеспечение инфляционного ориентирования заключается в составлении прогноза инфляции, осуществлении текущего мониторинга и публикации инфляционной цели и макроэкономических показателей, обеспечивающих ее достижение.

4. Дефляция – длительное падение общего уровня цен в экономике, продолжающееся несмотря на снижение до нуля ставки процента – может составлять серьезную макроэкономическую проблему, особенно если она возникает в результате сокращения совокупного спроса. Признаками дефляции является повсеместное падение уровня цен, продолжающееся более года. Дефляция опасна, поскольку она ведет к сокращению номинального ВВП, экономику становится невозможно стимулировать методами денежной политики, стоимость обслуживания государственного и корпоративного долга возрастает, увеличивается количество банкротств и неоплаченных займов, что может привести к банковскому кризису. Дефляцию можно определить по падению совокупного индекса цен, росту незагруженных мощностей, падению цен на активы, особенно на жилье и акции, сокращению спроса на кредит. Антидефляционные меры включают правильное установление инфляционной цели, а также стимулирующие меры денежной и фискальной политики наряду с девальвацией валютного курса и активными структурными реформами.

6. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы для повторения

1. Дайте определение инфляции. Как классифицируется инфляция в зависимости от ее уровня?

2. Что такое инфляция, порождаемая спросом? Каковы ее основные причины?

3. На основе каких показателей можно предварительно идентифицировать инфляцию, порождаемую спросом?

4. Что такое инфляция издержек производства и каковы ее основные причины?

5. Какие показатели помогают идентифицировать инфляцию, порождаемую издержками производства?

6. Что такое инфляция, основанная на ожиданиях? Каковы ее причины?

7. По каким показателям можно идентифицировать инфляцию, основанную на ожиданиях?

8. Что такое структурная инфляция и каковы ее причины?

9. На основе каких показателей можно идентифицировать структурную инфляцию?

10. Какие основные эконометрические модели инфляции вам известны?

11. Какова последовательность оценки авторегрессионной модели инфляции со скользящей средней?

12. Каковы основные детерминанты инфляции в многофакторной модели?

13. В чем заключается смысл политики инфляционных ориентиров?

14. В чем состоит механизм установления инфляционных ориентиров?

15. Какие условия необходимы для проведения политики инфляционных ориентиров?

16. Каковы ограничения политики инфляционных ориентиров? Могут ли они быть преодолены?

17. Назовите основные параметры инфляционной цели.

18. Почему информационное обеспечение политики инфляционного ориентирования особенно важно и каковы его основные составляющие?

19. Что такое дефляция и каковы ее основные признаки?

20. Каковы главные источники дефляции? Какие из них наиболее опасны для экономического роста?

21. Чем характеризуется встроенная дефляция?

22. Почему дефляция опасна?

23. Что такое ловушка ликвидности?

24. Каковы основные показатели дефляции?

25. В чем заключаются основные антидефляционные меры?

Ответы на выбор

26. Падение курса национальной валюты:
   a. Препятствует инфляции.
   b. Усиливает дефляцию.
   c. Сокращает инфляцию.
   d. Препятствует дефляции.

27. Расширительная денежная политика:
   a. Способствует инфляции.
   b. Усиливает дефляцию.
   c. Сокращает инфляцию.
   d. Стимулирует дефляцию.

28. Одной из причин инфляции издержек является:

a. Рост экспортного спроса.

b. Рост валютного курса.

c. Рост зарплат.

d. Рост денежной массы.

29. Идентификация структурной инфляции основывается, в числе прочего, на информации о:

a. Дерегулировании цен, контролируемых государством.

b. Механизме индексации зарплат.

c. Импортных ценах.

d. Фьючерсном валютном курсе.

30. Высокие значения автокорреляционной функции на первых лагах однофакторной модели инфляции могут быть признаком наличия:

a. Скользящего среднего компонента.

b. Автокорреляционного компонента.

c. Сезонных эффектов.

d. Нестационарности временной серии.

31. При моделировании ИПЦ как показателя инфляции в многофакторной модели он должен использоваться:

a. В том виде, как он публикуется статистическими органами.

b. В преобразованной форме, исключающей сезонные колебания.

c. В преобразованной форме, исключающей цены на нефть и нефтепродукты.

d. В преобразованной форме, исключающей товары и услуги, цены на которые не зависят от макроэкономических условий анализируемой страны.

32. Механизм инфляционных ориентиров состоит из следующих этапов:

a. Установление инфляционного ориентира, прогнозирование инфляции и осуществление мер макроэкономической политики для обеспечения достижения инфляционной цели.

b. Установление инфляционного ориентира, создание макроэкономических условий для проведения политики инфляционного ориентирования, введение плавающего валютного курса.

c. Прогнозирование инфляции, осуществление мер макроэкономической политики для обеспечения достижения инфляционной цели, обеспечение транспарентности денежной системы.

d. Введение независимых от правительства инструментов денежной политики, прогнозирование инфляции, опубликование инфляционного ориентира.

33. Параметры инфляционной цели включают:

a. Временной горизонт, прогноз инфляции, выбор индекса цен, ширину ориентировочного пояса.

b. Прогноз инфляции, текущий мониторинг, транспарентность, выбор индекса цен.

c. Уровень инфляционной цели, выбор индекса цен, ширину ориентировочного пояса, текущий мониторинг, транспарентность.

d. Временной горизонт, уровень инфляционной цели, выбор индекса цен, ширину ориентировочного пояса.

34. Наиболее опасным источником дефляции является:

a. Падение совокупного спроса при растущем предложении.

b. Падение совокупного спроса при неизменном предложении.

c. Падение совокупного предложения при растущем спросе.

d. Падение совокупного предложения при неизменном спросе.

35. Денежная политика в условиях дефляции:

a. Неэффективна, если процентные ставки выше нуля.

b. Эффективна при фиксированном валютном курсе.

c. Эффективна при плавающем курсе как средство создания инфляции.

d. Неэффективна как средство изменения инфляционных ожиданий.

Проблемы для обсуждения

36. Во времена, когда процентные ставки очень низкие и инфляция продолжает падать, для избежания дефляции некоторые экономисты предлагают снабдить все денежные банкноты магнитной полоской, на которую записывалась бы автоматически информация о том, когда данная банкнота попала в данный банк или к определенному владельцу. Номинальная стоимость банкноты затем должна автоматически сокращаться в зависимости от того, насколько долго она находится у одного владельца. По замыслу авторов проекта, автоматическое падение номинала банкноты, скажем, с 1 долл. до 90 центов, если она не использована в течение месяца, будет побуждать банки выдавать кредиты, а не держать депозиты в ЦБ, а потребителей – активнее тратить свои сбережения. Что вы думаете о таком предложении?

37. В зоне ЕС экономический рост составил в 2002 г. 0,8%, инфляция в Германии и Бельгии – около 1%, а в ЕС в целом – около 2%. Внутреннее потребление в Германии, крупнейшей европейской экономике, находилось на самом низком уровне за предшествующие 50 лет. Сердцевинная инфляция, которая устраняет эффект влияния товаров с крайне неустойчивыми ценами (нефть, кофе и пр.), составляла 2,5%. Была ли Европа близка к состоянию дефляции?

38. Ни один из крупнейших ЦБ мира (Федеральная резервная система США, ЦБ и Банк Японии) не устанавливает инфляционных ориентиров. Против их введения выдвигают следующие аргументы:

a. Ограничение свободы ЦБ при маневрировании инструментами денежной политики, которые будут призваны обеспечивать достижение только одной цели – уровня инфляции – в ущерб всем остальным целям.

b. Невозможность определить, какой из показателей инфляции необходимо принять за целевой – каждый из них имеет свои преимущества и недостатки.

c. Превращение инфляционной цели в долгосрочную концепцию и невозможность установить, какой уровень инфляции будет приемлем для страны с точки зрения экономического роста и уровня безработицы через 5–10 лет.

d. Превращение дефляции наряду с инфляцией в серьезную экономическую проблему, которая не может быть решена с помощью политики инфляционных ориентиров.

Выскажите ваше мнение по каждому из пунктов критики.

Задачи

39. Используя данные файла «Глава 5. Задачи», лист «ARMA», продолжите работу над моделью, оцененной в решенной проблеме 5.1:

a. Переоцените модель в форме ARMA(1, 4, 1), т.е. попытайтесь уловить сезонный элемент путем включения термина AR(4).

b. Разбейте временной ряд на две части, используя максимальное значение как пункт разделения, и оцените модель отдельно для каждой части.

c. Протестируйте коэффициенты двух моделей на структурные изменения. Нужно ли оценивать две модели для двух разных периодов?

d. Используя данные 118–130 наблюдений, составьте прогноз этих наблюдений на основе модели, оцененной в решенной проблеме в этой главе. Сопоставьте прогнозные данные с реальными. Велика ли ошибка прогноза?

40. Используя данные файла «Глава 5. Задачи», лист «ARMA», оцените ARMA (p,q) модель инфляции, используя в качестве исходных следующие трансформации исходной временной серии:

a. Вторые разности серии.

b. Простое логарифмическое преобразование без дифференцирования.

c. Детрендированную серию.

d. Логарифм первых разностей. Какие ограничения возникают в этом случае?

e. Квадратный корень серии. Какие ограничения возникают в этом случае?

41. В файле «Глава 5. Задачи», лист «Россия», содержатся ежемесячные данные в форме индекса о широких деньгах и инфляции за период с 1995 по 2003 г. Для всей серии и отдельно для ее фрагментов до и после августа 1998 г.

a. Постройте графики обеих серий в уровнях, в логарифмической форме и в форме первой разности логарифмов. Возможна ли графическая идентификация роста предложения денег как источника инфляции?

b. Протестируйте каждую серию на стационарность и преобразуйте их соответствующим образом. В форме какого преобразования возможно использовать серии для регрессионного анализа?

c. Оцените простую линейную регрессию уровня инфляции по уровню предложения денег. Какие принципиальные различия вы видите в периоде до и после 1998 г.?

d. Показывает ли ваша оценка наличие пропущенных переменных? Какие еще детерминанты инфляции – помимо роста предложения денег – вы предпочли бы использовать в регрессионном анализе?

Мысли великих

Инфляция – это разновидность налога, который можно наложить, не принимая закона.

Милтон Фридман,
американский экономист

На досуге

Диалоги об астрологии и экономике:
Астролог и экономист составили прогноз инфляции.

Астролог:
– Астрология – настоящая наука. По крайней мере половина моих предсказаний инфляции сбывается. Ты, хотя и экономист, не можешь предсказать правильно будущее даже наполовину.

Экономист:
– Экзогенные шоки виноваты. Твои звезды им не подвержены.

– Зачем была изобретена астрология?
– Чтобы экономика казалась точной наукой!

Непереводимая игра слов

Having a little inflation is like being a little pregnant – inflation feeds on itself and quickly passes the «little» mark.

– What does an economist use when calculating constant-dollar estimates?
– Deflator mouse!

Раздел 2

АНАЛИЗ И ПРОГРАММИРОВАНИЕ ВНЕШНЕГО СЕКТОРА

Глава 6

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

Богатство страны может возрастать двояким путем: употреблением более значительной части дохода на содержание производительного труда, который увеличил бы не только количество, но и стоимость всей массы товаров; или же увеличением без дополнительного количества труда, если то же самое количество труда станет более производительным и увеличит только количество, а не стоимость товаров. Из этих двух способов увеличения богатства следует предпочесть последний.

Давид Риккардо (1772–1823), английский экономист

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Баланс международных инвестиций
Доходы
Резервные активы
Капитальные трансферты
Коммерческие кредиты
Прямые инвестиции
Платежный баланс
Ссуды
Счет операций с капиталом и финансовых операций
Счет текущих операций
Текущие трансферты
Ценовая эластичность импорта
Товары
Услуги
Индекс нейтральности торгового режима
Нерезиденты
Платежеспособность
Резиденты
Система двойной записи
Устойчивость текущего баланса
Чистая инвестиционная позиция
Чистые ошибки и пропуски
Чрезвычайное финансирование
Экономическая территория страны

1. СТАТИСТИЧЕСКОЕ ПРЕДСТАВЛЕНИЕ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

Анализ платежного баланса представляет собой важнейший компонент макроэкономического баланса, поскольку в платежном балансе отражаются все дисбалансы, которые возникли в национальной экономике. Платежный баланс представляет собой агрегированный документ, позволяющий ответить на следующие важные вопросы: насколько правильным является уровень валютного курса, имеет ли место бегство капитала, наносит ли бюджетный дефицит ущерб экономике.

Принципы составления

Платежный баланс является ключевым элементом макроэкономического анализа, поскольку он систематизирует и поэтому позволяет анализировать взимоотношения страны с внешним миром. Практически только 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 национальной экономики 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 за определенное время.

Платежный баланс состоит из потоков реальных ресурсов – экспорта и импорта товаров и услуг и соответствующих им потоков финансовых ресурсов. Потоки финансовых ресурсов являются либо оплатой за приобретение, или платежом за продажу соответствующих реальных ресурсов, либо самостоятельными потоками, связанными чаще всего со сделками на рынке акций и других ценных бумаг. Наиболее развернутое статистическое представление платежного баланса содержится в таблице 6.1 (см. файл «Глава 6. Решение проблемы 1а», лист «Статистическое представление»).

Основные принципы составления платежного баланса:

• *Учет операций осуществляется по системе двойной записи (double entry system).* Поскольку платежный баланс представляет собой бухгалтерское балансовое тождество, каждая отражаемая в нем операция должна иметь две записи, имеющие 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 увеличению ее внешних обязательств, пассивов. Для активов, независимо от того, являются ли они реальными или финансовыми, положительное значение в кредите означает уменьшение их запасов, тогда как отрицательное в дебете свидетельствует об их приросте. По дебету регистрируются: по статьям движения реальных ресурсов – импорт товаров и услуг, а по статьям потоков финансовых средств – операции, ведущие к увеличению международных активов резидентов или сокращению ее внешних обязательств. Для обязательств положительная величина характеризует их увеличение, а отрицательная – уменьшение.

• Платежный баланс составляется по форме счета Т, а анализируется в форме одноколоночной таблицы.

Форма Т-счета	**Одна колонка**
Кредит (+)	Кредит (+)
Дебет (–)	Дебет (–)

Эти правила можно суммировать следующим образом:

Экспорт товаров и услуг Импорт товаров и услуг	Кредит (+) Дебет (–)
Рост финансовых обязательств Рост финансовых активов	Кредит (+) Дебет (–)
Сокращение финансовых обязательств Сокращение финансовых активов	Дебет (–) Кредит (+)

Альтернативное представление основных правил системы двойной записи:

Кредит (+)	**Дебет (–)**
Экспорт товаров и услуг	Импорт товаров и услуг
Полученные доходы	Выплаченные доходы
Полученные гранты	Предоставленные гранты
Рост финансовых обязательств	Рост финансовых активов
Сокращение финансовых активов	Сокращение финансовых обязательств

Таблица 6.1. Платежный баланс: стандартные компоненты

1. СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ	1. CURRENT ACCOUNT	Кредит/ Credit	Дебет/ Debit
A. Товары и услуги	A. Goods and services		
1. Товары	1. Goods		
1.1. Экспорт/импорт товаров	1.1. General merchandise		
1.2. Товары для дальнейшей обработки	1.2. Goods for processing		
1.3. Ремонт товаров	1.3. Repairs on goods		
1.4. Товары, приобретаемые в портах транспортными организациям	1.4. Goods procured in ports by carriers		
1.5. Немонетарное золото	1.5. Nonmonetary gold		
1.5.1. Золото как средство накопления	1.5.1. Held as a store of value		
1.5.2. Прочее	1.5.2. Other		
2. Услуги	2. Services		
2.1. Транспортные услуги[1]	2.1. Transportation		
2.1.1. Морской транспорт	2.1.1. Sea transport		
2.1.2. Воздушный транспорт	2.1.2. Air transport		
2.1.3. Прочие виды транспорта	2.1.3. Other transport		
2.2. Поездки	2.2. Travel		
2.2.1. Деловые	2.2.1. Business		
2.2.2. Личные	2.2.2. Personal		
2.3. Услуги связи	2.3. Communications services		
2.4. Строительные услуги	2.4. Construction services		
2.5. Страховые услуги	2.5. Insurance services		
2.6. Финансовые услуги	2.6. Financial services		
2.7. Компьютерные и информационные услуги	2.7. Computer and information services		
2.8. Роялти и информационные услуги	2.8. Royalties and license fees		
2.9. Прочие деловые услуги	2.9. Other business services		
2.9.1. Перепродажа товаров за границей и другие услуги	2.9.1. Merchanting and other trade-related services		
2.9.2. Операционный лизинг	2.9.2. Operational leasing services		
2.9.3. Разные деловые, профессиональные и технические услуги	2.9.3. Miscellaneous business, professional, and technical services		
2.10. Услуги частным лицам и услуги в сфере культуры и отдыха	2.10. Personal, cultural, and recreational services		
2.10.1. Аудиовизуальные и связанные с ними услуги	2.10.1. Audiovisual and related services		
2.10.2. Прочие услуги в сфере культуры и отдыха	2.10.2. Other personal, cultural, and recreational services		
2.11. Прочие государственные услуги	2.11. Government services, n.i.e.		

Продолжение

B. Доходы 1. Оплата труда 2. Доходы от инвестиций 2.1. Прямые инвестиции 2.1.1. Доходы на участие в капитале 2.1.1.1. Дивиденды и распределенная прибыль 2.1.1.2. Реинвестированные доходы и нераспределенная прибыль 2.1.2. Доходы на капитал (дивиденды) 2.2. Портфельные инвестиции 2.2.1. Доходы на капитал (дивиденды) 2.2.2. Доходы по долговым обязательствам (проценты) 2.2.2.1. Облигации и другие долговые обязательства 2.2.2.2. Инструменты денежного рынка и финансовые дериваты 2.3. Другие инвестиции	B. Income 1. Compensation of employees 2. Investment income 2.1. Direct investment 2.1.1. Income on equity 2.1.1.1. Dividends and distributed branch profits 2.1.1.2. Reinvested earnings and undistributed branch profits 2.1.2. Income on debt (interest) 2.2. Portfolio investment 2.2.1. Income on equity (dividends) 2.2.2. Income on debt (interest) 2.2.2.1. Bonds and notes 2.2.2.2. Money market instruments and financial derivatives 2.3. Other investment		
C. Текущие трансферты 1. Сектор государственного управления 2. Другие секторы 2.1. Денежные переводы работающих 2.2. Прочие трансферты	C. Current transfers 1. General government 2. Other sectors 2.1. Workers' remittances 2.2. Other transfers		
2. СЧЕТ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ И ФИНАНСОВЫХ ОПЕРАЦИЙ	**2. CAPITAL AND FINANCIAL ACCOUNT**	**Кредит**	**Дебет**
A. 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 непроизводственных нефинансовых активов	A. Capital account 1. Capital transfers 1.1. General government 1.1.1. Debt forgiveness 1.1.2. Other 1.2. Other sectors 1.2.1. Migrants' transfers 1.2.2. Debt forgiveness 1.2.3. Other 2. Acquisition/disposal of non-produced, nonfinancial assets		
B. Финансовый счет 1. Прямые инвестиции 1.1. За границу[2] 1.1.1. В акционерный капитал	B. Financial account 1. Direct investment 1.1. Abroad 1.1.1. Equity capital		

Продолжение

1.1.2. Реинвестированные доходы	1.1.2. Reinvested earnings		
1.1.3. Прочий капитал	1.1.3. Other capital		
1.1.3.1. Требования к зарубежным филиалам	1.1.3.1. Claims on affiliated enterprices		
1.1.3.2. Обязательства перед зарубежными филиалами	1.1.3.2. Liabilities to affiliated enterprices		
1.2. Во внутреннюю экономику[3]	1.2. In reporting economy		
1.2.1. В акционерный капитал	1.2.1. Equity capital		
1.2.2. Реинвестированные доходы	1.2.2. Reinvested earnings		
1.2.3. Прочий капитал	1.2.3. Other capital		
2. Портфельные инвестиции	2. Portfolio investment		
2.1. Активы[4]	2.1. Assets		
2.1.1. Ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале	2.1.1. Equity securities		
2.1.2. Долговые ценные бумаги	2.1.2. Debt securities		
2.1.2.1. Облигации и другие долговые обязательства	2.1.2.1. Bonds and notes		
2.1.2.2. Инструменты денежного рынка	2.1.2.2. Money market instruments		
2.1.2.3. Финансовые деривативы	2.1.2.3. Financial derivatives		
2.2. Обязательства	2.2. Liabilities		
2.2.1. Ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале	2.2.1. Equity securities		
2.2.1.1. Банки	2.2.1.1. Banks		
2.2.1.2. Другие секторы	2.2.1.2. Other sectors		
2.2.2. Долговые ценные бумаги	2.2.2. Debt securities		
2.2.2.1. Облигации и другие долговые обязательства	2.2.2.1. Bonds and notes		
2.2.2.2. Инструменты денежного рынка	2.2.2.2. Money market instruments		
2.2.2.3. Финансовые деривативы	2.2.2.3. Financial derivatives		
3. Другие инвестиции	3. Other investment		
3.1. Активы[5]	3.1. Assets		
3.1.1. Торговые кредиты	3.1.1. Trade credits		
3.1.2. Ссуды	3.1.2. Loans		
3.1.3. Наличные деньги и депозиты	3.1.3. Currency and deposits		
3.1.4. Прочие активы	3.1.4. Other assets		
3.2. Обязательства	3.2. Liabilities		
3.2.1. Торговые кредиты	3.2.1. Trade credits		
3.2.2. Ссуды[6]	3.2.2. Loans		
3.2.3. Наличные деньги и депозиты	3.2.3. Currency and deposits		
3.2.4. Прочие активы	3.2.4. Other liabilities		

Продолжение

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 деривативы 4.5. Прочие требовани	4. Reserve assets 4.1. Monetary gold 4.2. Special drawing rights 4.3. Reserve position in the Fund 4.4. Foreign exchange 4.4.1. Currency and deposits 4.4.1.1. With monetary authorities 4.4.1.2. With banks 4.4.2. Securities 4.4.2.1. Equities 4.4.2.2. Bonds and notes 4.4.2.3. Money market instruments and financial derivatives 4.5. Other claims		

Источник: Balance of Payments Manual. – IMF, Fifth edition, 1993.

[1] Все виды транспорта подразделяются на пассажирский (passenger), грузовой (freight) и прочий (other).

[2] Состоит из требований к зарубежным филиалам (claims on affiliated enterprices) и обязательств перед зарубежными филиалами (liabilities to affiliated enterprices).

[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 денежного управления (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.

• *Учетной единицей является 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 рамках 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.

• *Регистрируются сделки между резидентами и нерезидентами.* Резидентами считаются физические 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. Физическое или юридическое лицо имеет в данной стране центр своего экономического интереса, если оно располагается на ее экономической территории, ведет в ней хозяйственную деятельность и осуществляет экономические операции в течение не менее года. Право владения собственностью – землей, сооружениями, производственными мощностями и пр. – достаточно для того, чтобы считать, что данное лицо имеет центр экономического интереса в данной стране. Если физическое лицо находится за пределами 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.

• *Транзакции регистрируются по рыночным ценам.* Для регистрации операций в платежном балансе используются рыночные цены – сумма денег, которую покупатель готов добровольно заплатить за товар, приобретаемый у продавца, согласившегося добровольно продать ему этот товар, то есть это цена, по которой заключаются реальные сделки между независимым 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, операции между подразделениями одной и той же корпорации и пр. В этих случаях такие операции оцениваются в ценах, зафиксированных по аналогичным сделкам.

• *Транзакции фиксируются в момент совершения* (когда изменяется собственник товара), а не когда осуществляется его оплата. Платеж может быть произведен одновременно с переходом права собственности на товар, но может быть осуществлен позже, частями или даже не осуществлен вообще. Поскольку каждая операция в платежном балансе должна быть представлена 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. Общие правила фиксирования наиболее сложных транзакций в платежном балан-

се следующие: сделок, связанных с покупкой или продажей услуг, – в момент, когда услуга оказана; дохода – когда он получен; процента по долгу – когда он должен быть выплачен; дивидендов – в день, когда они должны быть выплачены; переводов – когда изменяется собственник товаров или денег; сделок с акциями и облигациями – когда обе стороны вносят их в свою отчетность; займов – когда сумма займа переводится заемщику; платежей по основной сумме долга – когда они должны быть выплачены.

• *Платежный баланс составляется в долларах, который является расчетной единицей.* При подготовке платежного баланса страны используют национальную валюту или доллары. Если изначальный платежный баланс составляется в национальной валюте, 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 данных

Платежный баланс является статистической таблицей, которая отражает взаимодействие всех секторов национальной экономики с внешним миром. Он составляется обычно исследовательским департаментом Центрального банка, соответствующим подразделением министерства финансов или статистическим органом. Однако в отличие от бюджета, который является статистической прогнозной таблицей, платежный баланс не требует одобрения законодательных органов власти и не имеет форму закона. Он также отличается от обзора денежной сферы, которая основана на балансах ЦБ и коммерческих банков, и также представляет собой документ строгой отчетности. Платежный баланс – это скорее аналитический документ. Он неизбежно содержит элемент оценки, поскольку точных статистических данных по многим параметрам просто не существует. Тем более важно, чтобы источники информации для его составления были надежными и использовались надлежащим образом.

При составлении платежного баланса используются:

• *Таможенная статистика* – сделки с товарами, зарегистрированными 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 скрытого перевода денег за рубеж, занижения цены экспорта, регистрации экспорта или импорта не по контрактной, а по справочной цене, нерегистрируемой торговли (контрабанды, приграничной торговли, консигнационной торговли). Нередко торговля в кредит регистрируется как обычная торговля с оплатой наличными, а не как параллельная запись, показывающая получение торгового кредита. Дары в форме товаров, частные и межгосударственные гранты могут вообще не включаться в статистику торговли.

• *Статистика денежного сектора* – данные об иностранных активах и пассивах банковской системы – ЦБ и коммерческих банков. Сложности могут возникать из-за того, что отчетность многих стран не различает операции (с депозитами, кредитами и пр.) резидентов и нерезидентов, не учитывает операции нерезидентов в национальной валюте, не принимает во внимание колебание 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, БМР. Проблемы могут быть связаны опять-таки с отсутствием разбивки на резидентов и нерезидентов в отчетности, например, по внутреннему долгу.

• *Статистические опросы* – данные о международной торговле услугами, трудовом доходе, переводах мигрантов, носящие обычно оценочный характер, поскольку собираются через периодические опросы туристических компаний, гостиниц, ресторанов и бюро по трудоустройству мигрантов. Наиболее сложным является сбор информации о прямых и портфельных инвестициях, инвестиционном доходе и обслуживании долга частным сектором, поскольку в больших странах такие данные оцениваются на основе только выборочного опроса предприятий. Ошибки могут возникать 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 имеют особую ценность в тех странах, где по закону экспортеры должны обменивать всю иностранную валюту, вырученную от экспорта, в ЦБ или уполномоченных на то банках на национальную валюту.

Платежный баланс представляет собой статистическую таблицу, обобщающую операции страны с внешним миром и поэтому каждая операция должна относиться к тому или иному разделу в соответствии с некоторыми принципами классификации. Определение стандартных компонентов платежного баланса исходит из следующих основных соображений: выделенный компонент платежного баланса должен отличаться характерными чертами и существенно отличаться от других компонентов; компонент 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 Системе национальных счетов (СНС), статистике денежного и бюджетного секторов; и, 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 (*current account*), показывающего международное движение реальных материальных ценностей, прежде всего товаров и услуг; (II) счета операций с капиталом и финансовых операций (*capital and financial account*), показывающего источники финансирования движения реальных материальных ценностей, в качестве которых могут выступать иностранные инвестиции и национальные резервные активы.

Детализация данных платежного баланса

Аналитическое представление платежного баланса требует составления дополнительных таблиц, которые связаны с основной таблицей платежного баланса и расшифровывают его основные статьи. Таких таблиц несколько:

• Таблица экспорта товаров, который должен быть показан на основе цены ФОБ (цена товара без стоимости транспортировки и страховки) с разбивкой на основные экспортые товары и товарные группы. Таблица товарной структуры экспорта показывает стоимостный объем экспорта и долю в нем (в процентах) основных товаров. Экспорт, так же как и все данные платежного баланса, в целях межстрановой сопоставимости показываются в долларах.

• Таблица импорта товаров, который также должен быть показан на базе ФОБ с разбивкой 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 имеются 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 (*deby 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, то есть получение новых кредитов превышает платежи по обслуживанию долга, общая сумма долга растет. Если эти потоки выражены отрицательным числом, то есть 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.

Итак, платежный баланс представляет собой таблицу, в которой в систематическом виде приводятся данные о внешнеэкономических операциях данной страны с другими странами мира за определенный период времени. Платежный баланс основывается на системе двойной записи и концепции экономической территории страны, фиксирует сделки между резидентами и нерезидентами, которые должны показываться в рыночных ценах, существовавших на момент заключения сделки, и чаще всего составляется в долларах или в национальной валюте с последующим пересчетом ее в доллары США по текущему рыночному курсу. Платежный баланс интегрирует счета многих секторов и поэтому основывается на таможенной статистике, статистике денежного сектора в той степени, в какой она учитывает международные операции, статистике внешнего долга, статистических опросах 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, которые включают как потоки капитала, так и национальные валютные резервы.

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, и, с другой, – баланс внутренних инвестиций и сбережений.

Текущие операции платежного баланса состоят из трех основных групп: операций с товарами и услугами, движения доходов и текущих трансфертов. В силу специфического характера услуг и их принципиального отличия от товаров группу товаров и услуг делят на две подгруппы – товары и услуги.

Товары

По данной статье счета текущих операций платежного баланса регистрируются 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, приобретение товаров в портах транспортными организациями и немонетарного золота.

Экспортом товаров, за некоторыми исключениями, считается переход права собственности на товары от резидентов к нерезидентам, а импортом – от нерезидентов к резидентам. К товарам для дальнейшей обработки относятся товары, которые сначала экспортируются (например, сырая нефть), обрабатываются за рубежом, а затем реимпортируются в виде готового к потреблению продукта (бензин). Переработкой считается процесс, в результате которого товар претерпевает существенные изменения своих физических характеристик (например, пошив костюмов из ткани). Если эти изменения незначительны (наклейка фирменной этикетки), то процесс считается не переработкой, а оказанием услуги. Статья «ремонт 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, касающаяся товаров, приобретаемых в портах транспортными организациями, охватывает такие товары, как горючее и продовольствие, приобретаемое экипажами судов за границей в портах захода или экипажами самолетов в аэропортах промежуточной посадки. Статья «немонетарное золото» включает экспорт и импорт любого золота, за исключением монетарного, которое относится к валютным резервам и включает преимущественно золото промышленного назначения и ювелирные изделия.

Показательно, что право собственности на экспортируемый товар переходит от продавца к покупателю, 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, сдаются в финансовый лизинг, а также предоставляются в обработку без передачи права собственности. Тем не менее в этих случаях сделки относятся к статье «товары» счета текущих операций платежного баланса. Товары, не пересекающие границу, должны включаться в состав экспорта или импорта страны,

если право собственности на них перешло от резидента к нерезиденту. 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 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 (см. «Глава 6. Решение проблемы 6.1»).

Решение проблемы 6.1. Отражение товарного экспорта в платежном балансе

Обычный товарный экспорт и импорт записывается 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 Германию, записи в российском платежном балансе будут следующие:

	Кредит	Дебет
Товары	100	
Финансовый счет		100

Для Германии записи будут обратными:

	Кредит	Дебет
Товары		100
Финансовый счет	100	

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 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, внутренними водами и в космическом пространстве, осуществляемая резиден-

тами 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 как ФОБ, то есть 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. В категорию транспортных услуг относится 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.

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 туристов относятся к статье «пассажирские перевозки». 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 оплату за обучение, за медицинское обслуживание, аренду жилья, относятся к статье «поездки» счета услуг платежного баланса.

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 «поездки», относятся проживание в гостиницах, питание в ресторанах, покупка билетов на развлекательные программы, приобретение подарков и сувениров.

Прочие услуги включают все остальные виды услуг, 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, Интернета и электронной почты, спутниковой и факсимильной 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, вводимых для строительства предприятий, показывается не по счету импорт товаров, а по статье «строительные услуги». Страховые услуги включают различные виды страхования, осуществляемого страховыми компаниями данной страны для зарубежных партнеров, включая страхование внешнеторговых грузов, страхование от несчаст-

ных 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 резидент 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 Интернета. 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 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. Государственные 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 (см. «Глава 6. Решение проблемы 6.2»).

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.

Решение проблемы 6.2. Отражение торговли услугами в платежном балансе

Допустим, что стоимость партии груза на базе СИФ 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	

Предположим, что 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	10
Финансовый счет	17	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.

Доходы от инвестиций охватывают доходы, полученные резидентами на свои зарубежные финансовые активы: доходы на участие в капитале (дивиденды) и доходы по долговым обязательствам (проценты). 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 неизвестен. Проценты представляют собой плату за кредит. Их размер установлен в кредитном соглашении и поэтому известен заранее. Доходы на инвестиции подразделяются на:

- Доходы от прямых инвестиций – доходы, начисляемые прямому инвестору-

резиденту на капитал, вложенный им в предприятие-нерезидента. 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 и продажи акций, облигаций, долгосрочных ценных бумаг, государственных векселей, других инструментов денежного рынка и финансовых деривативов.

• Доходы от прочих инвестиций – поступления и выплаты процентов по любым другим финансовым требованиям резидентов в отношении нерезидентов – проценты по депозитам, ссудам, займам от МВФ (см. «Глава 6. Решение проблемы 6.3»).

Текущие трансферты

Трансферты включают межстрановую передачу материальных ресурсов. В обмен страна, осуществляющая трансферт, не получает какого бы то ни было стоимостного эквивалента товаров и услуг. 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 те-

Решение проблемы 6.3. Отражение движения доходов в платежном балансе

Допустим, украинский рабочий в течение трех месяцев работает на российском предприятии. За это время он получает зарплату в 500 условных единиц, 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 у.е. – на питание, 100 – на одежду, 40 – на налоги с собственности и 50 у.е. – 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

Зарплата, получаемая украинским рабочим, показывается по статье «оплата 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) попадают под категорию поездок; подоходный налог классифицируется как текущий трансферт органам государственного управления Украины.

кущих операций платежного баланса, а капитальные – в счет операций с капиталом.

@ *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.

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 показывают 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 переводы в рамках текущего международного сотрудничества, такие как перечисление денег государственными органами одной страны правительству другой страны для финансирования текущих расходов, безвозмездная передача продуктов питания, одежды, медикаментов в рамках оказания межгосударственной помощи пострадавшим от стихийных бедствий, передача 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, и, 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 представляют собой группу счета текущих операций статей платежного баланса, суммирующую на базе расчетных цен ФОБ по рыночным ценам экспорт и импорт обычных товаров, товаров для дальнейшей обработки, ремонт, приобретение товаров в портах транспортными организациями и немонетарного золота. Услуги – следующая группа статей счета текущих операций платежного баланса – включает транспортные услуги, поездки и ряд других услуг (связь, строительство, страховые, 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

Международное движение товаров и услуг, фиксируемое в счете текущих операций платежного баланса, должно каким-то образом финансироваться. Финансирование показывается во второй части платежного баланса и включает две основные группы счетов – счет операций с капиталом и счет финансовых операций. В экономической литературе счет операций с капиталом и финансовых операций иногда упрощенно называют капитальным счетом (*capital account*).

@ *Счет операций с капиталом и финансовых операций (capital and financial account balance)* – группа статей платежного баланса, фиксирующих международное движение финансовых средств, с помощью которого финансируется текущий баланс.

Структурно, как следует из таблицы 6.1, 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 непроизводственных 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

Счет операций с капиталом включает только капитальные трансферты и приобретение/продажу непроизводственных нефинансовых активов.

@ *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 статьей 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 территории является капитальным трансфертом. Однако передача вооружений и военной техники считается по платежному балансу текущим государственным трансфертом.

Капитальные трансферты других секторов включают трансферты собственности на имущество, связанные с миграцией, аннулирование 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 – на-

пример, перевод из страны в страну наследства, завещанного для финансирования строительства университетской библиотеки или лекционного зала.

Приобретение/продажа непроизводственных нефинансовых активов включает приобретение и продажу материальных активов, не являющихся результатом производства (земля и ее недра), а также неосязаемых активов (патенты, авторские права, торговые знаки и пр.). 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

Прямые инвестиции являются также группой статей финансового счета платежного баланса.

@ *Прямые инвестиции (direct investment)* – группа статей финансового счета платежного баланса, отражающая 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 процентами акционерного капитала предприятия прямого инвестирования, т.е. имеет более 10% обычных акций или голосов акционеров (в случае корпорированного предприятия), либо эквивалент такого участия (в случае некорпорированного предприятия). Необходимо отметить, что вложение 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, траст-фонды 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, осуществленные как за границей, так и во внутренней экономике, показываются 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 назад в предприятие с иностранными инвестициями полученной им и нераспределенной в форме дивидендов части прибыли. Прямые инвестиции в форме прочего капитала означают в основном внутрифирменное кредитование материнской компанией ее дочерних и ассоциированных компаний (см. «Глава 6. Решение проблемы 6.4»).

Некоторые типы прямых инвестиций могут рассматриваться как 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 в покупку недвижимости за рубежом (виллы, дачи, квартиры, земля). Деятельность строительных компаний на территориии других стран может быть классифицирована либо как прямое инвестирование, либо как экспорт услуг.

Портфельные инвестиции

Так же как и прямые инвестиции, портфельные инвестиции являются формой международного движения капитала, которая находит отражение в платежном балансе.

Решение проблемы 6.4. Отражение движения доходов в платежном балансе

Допустим, что предприятие «СтальЯпонМаш» является совместным российско-японским, в котором японская сторона владеет 50% капитала, 45% капитала принадлежит российским организациям и 5% – японскому предпринимателю. В прошлом году «СтальЯпонМаш» осуществил следующие операции:

1. Выпустил 100 у.е. новых акций, которые были куплены существующими акционерами пропорционально их капиталу в СП.
2. Японский партнер предоставил СП оборудования 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 реинвестированные доходы прочий капитал	 50 (1) 20 (2) 20 (3)	
Портфельные инвестиции	5 (1)	
Другие инвестиции	75 (4)	
Резервные активы	20 (3)	55 (1) 75 (4)

@ *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.

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 деривативы, которые подтверждают право кредитора на взыскание долга с должника.

Облигации, необеспеченные долговые обязательства и другие долговые обязательства, как правило, дают их владельцу 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; ценные бумаги, обеспеченные тем или иным видом залога (золото, валюта, недвижимость и пр.).

Инструменты денежного рынка обычно также дают их владельцам право получения в установленный срок фиксированной суммы 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 состав 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 деривативами считаются ценные бумаги, условия обращения и цены которых привязываются к первичным ценным бумагам или макроэкономическим или финансовым показателям (казначейские векселя, иностранная валюта, процентные ставки, индексы цен, индексы акций) либо к определенным биржевым товарам (золото, сахар, кофе и пр.). Однако финансовые деривативы могут обращаться на рынке и обладать самостоятельно рыночной стоимостью, не зависящей от стоимости первичных активов. Поэтому, несмотря на то что деривативы так или иначе привязаны к первичным финансовым инструментам, в рамках финансового счета платежного

баланса сделки с деривативами выделяются в самостоятельную группу, и учет их ведется отдельно от учета лежащих в их основе первичных ценных бумаг. В числе наиболее типичных деривативов, сделки с которыми регистрируются в платежном балансе, следующие:

• *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. 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 покупки фиксированного количества другой валюты к моменту истечения срока варранта.

• *Своп (swap)* – соглашение, в соответствии с которым 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 установленный в соглашении срок в будущем и по заранее оговоренному курсу. Фьючерсы бывают процентные, валютные и товарные, а также фьючерсы на акции и биржевые индексы.

• *Форвард (forward)* – соглашение, заключаемое с целью страхования от потерь в случае изменений процентных ставок валютного курса или другой контрактной переменной, в рамках которого стороны договариваются о ставке процента по некоторой условной сумме задолженности, которая должна быть выплачена 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 деривативам 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.

• *Займы (loans)* – финансовые активы, возникающие вследствие того, что кредитор напрямую предоставляет заемщику определенную сумму денежных средств. Отличительной чертой займов 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. Соглашение об обратной покупке (*repurchase agreement, REPO*) представляет собой соглашение о продаже ценных бумаг по оговоренной цене при том, что продавец принимает обязательство о последующем выкупе этих бумаг по фиксированной цене в обусловленный срок. Тем самым соглашения об обратной покупке являются также своеобразной краткосрочной ссудой, обеспеченной 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.

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.

Резервные активы являются лишь вторым эшелоном защиты платежного баланса. В случае существенной несбалансированности счета текущих операций, т.е. отсутствия притока достаточных

средств для оплаты импорта товаров и услуг, правительство обычно прибегает к девальвации 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), власти обычно используют резервные активы для оплаты внешних счетов. Чаще всего наличие достаточных резервных активов рассматривается как морально-психологический инструмент для поддержания доверия к национальной валюте с целью 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 властей над резервами может считаться реальным и прямым, если только они находятся в распоряжении властей. Если коммерческие банки на законных основаниях имеют зарубежные активы, 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 резервным активам также относятся высоколиквидные активы правительства. Например, счета правительства в иностранной валюте являются резервным активом, тогда как принадлежащие государству особняки или земля за рубежом считаются иностранным, но не резервным активом, поскольку этот тип актива недостаточно ликвиден – не может быть быстро превращен в наличные деньги и использован для интервенций на валютном рынке или 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 поступает на депозиты в иностранные банки. 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 некоторые страны предоставляют в какой-либо форме валютные средства зарубежной стране, то эти средства могут продолжать 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 пла-

тежном балансе, представляют собой сумму следущих 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 резервного транша (доли страны) в МВФ и долга этой страны МВФ. Резервный транш составляет 25% квоты страны в капитале МВФ и может быть получен страной назад практически без каких-либо условий. Покупки иностранной валюты за национальную в рамках резервного транша, который 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 деривативов, 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, депозитах или ценных бумагах), которые могут быть включены в определение международных активов ЦБ.

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, регистрируются 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:

остаток на начало периода ⇒ операции в течение года ⇒ изменение цен ⇒ изменение валютных курсов ⇒ прочие корректировки ⇒ остаток на конец периода.

@ *Инвестиционная позиция (investment position)* – баланс международных инвестиций на конец определенного периода, отражающий совокупность финансовых операций, стоимостных изменений и дру-

гих 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 invsetment 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 депозитам в валютах, в которых деноминированы активы. Обычно используется ставка Либор плюс премия, которая должна приблизительно отражать риск инвестирования в той или иной стране. Она может быть от небольшой – для стран с низким риском (1–1,5 процентных пункта) – до весьма значительной (10–15 процентных пунктов). 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, если активы инвестированы в акции.

Итак, счет операций с капиталом и финансовых операций представляет собой группу статей платежного баланса, фиксирующих международное движение капитала, с помощью которого финансируется текущий баланс. Структурно он включает счет операций с капиталом – группу статей платежного баланса, фиксирующих капитальные трансферты и движение нефинансовых активов, и финансовый счет – группу статей, охватывающих все операции, в результате которых происходит переход права собственности на внешние финансовые активы и обязательства данной страны. В их числе: прямые инвестиции, включающие вложения капитала, которые приводят к устойчивому влиянию прямого инвестора на предприятие с участием таких прямых инвестиций; портфельные инвестиции, показывающие взаимоотношения между резидентами и нерезидентами по поводу торговли финансовыми инструментами, не дающими права контроля над объектом инвестиций; и 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 банк осуществлять реальный и прямой контроль над ним. В число резервных активов страны входят монетарное золото, СДР, резервная позиция в МВФ, запасы иностранной валюты и прочие активы. Производным от платежного баланса статистическим отчетом является баланс международных инвестиций, показывающий накопленные запасы внешних финансовых активов и обязательств страны. Баланс международных инвестиций на конец определен-

ного периода, называемый инвестиционной позицией, отражает совокупность финансовых операций, осуществленных в течение этого периода. Чистая инвестиционная позиция показывает соотношение между финансовыми ресурсами, которыми располагает страна, и ее задолженностью перед другими странами.

4. АНАЛИТИЧЕСКОЕ ПРЕДСТАВЛЕНИЕ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

Грамотно составленный и проанализированный платежный баланс может дать больше информации об экономике, чем все остальные сектора вместе взятые. Поэтому макроэкономическое программирование завершается программированием внешнего сектора, представляемого в виде платежного баланса.

Сокращенная форма

В аналитических целях статьи платежного баланса разделяются на статьи, находящиеся над чертой (*above the line*), и статьи, находящиеся под чертой (*below the line*). Проведение черты в статистическом одноколоночном представлении платежного баланса, описанном выше, зависит от того, какая часть платежного баланса представляет макроэкономическую проблему для страны – торговый баланс, текущий баланс, баланс в целом или резервные активы. Баланс по статьям, оставленным над чертой, должен равняться балансу статей под чертой с противоположным знаком: статистически, если баланс над чертой отрицательный, баланс под чертой должен быть положительным. Задача макроэкономического анализа платежного баланса заключается в том, чтобы обеспечить это статистическое равенство, найти и исправить экономические проблемы, порождаемые либо внутренней политикой, либо внешними обстоятельствами, которые приводят к разбалансированию платежного баланса. Наиболее типичная ситуация: по текущему балансу имеется большой дефицит; его не удается финансировать через приток финансовых ресурсов (новых займов не дают, происходит отток частного капитала и пр.), который недостаточен, и в распоряжении ЦБ нет достаточного количества резервных активов, чтобы закрыть финансовый разрыв. В силу каких факторов возникла такая ситуация и какие меры необходимо предпринять?

Аналитически возможны три основных варианта проведения черты в платежном балансе:

- под торговым балансом: над чертой показывается баланс торговли только товарами, под чертой – все остальные статьи;
- под текущим балансом: над чертой показывается баланс по всем текущим операциям, под чертой – все остальные статьи;
- под балансом в целом: над чертой показывается баланс по всем текущим операциям и операциям с капиталом и финансовым операциям, оставляя под чертой только резервные активы.

В таблице 6.2 (см. файл «Глава 6. Решение проблемы 1а», лист «Вариант анализа») представлены три возможных варианта проведения черты в платежном балансе. Проведение черты под торговым балансом используется чаще всего в аналитических целях, когда данные по текущему балансу некачественные либо собираются с большим опозданием. В большинстве стран статистика торговли публикуется на квартальной основе и на ее базе можно составить общее представление о возможных тенденциях в текущем балансе. В данном примере дефицит торгового баланса (–6) финансируется за счет чистого притока капитала по остальным статьям платежного баланса (+6). Однако в данном случае торговый баланс не отражает динамики текущего баланса, который сводится с отрицательным сальдо (–13) и финансиру-

Таблица 6.2. Платежный баланс – варианты представления

	Торговый баланс	Текущий баланс	Баланс в целом
СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ	–13	–13	–13
Товары	–6	–6	–6
Экспорт	10	10	10
Импорт	16	16	16
Торговый баланс	**–6**		
Финансирование	**6**		
Услуги	–5	–5	–5
Доходы	4	4	4
Текущие трансферты	–6	–6	–6
Текущий баланс		**–13**	
Финансирование		**13**	
СЧЕТ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ И ФИНАНСОВЫХ ОПЕРАЦИЙ	13	13	12
Счет операций с капиталом	9	9	9
Финансовый счет	4	4	3
Прямые инвестиции	2	2	2
Портфельные инвестиции	–4	–4	–4
Другие инвестиции	5	5	5
Баланс в целом			**–1**
Финансирование			**1**
Резервные активы	1	1	1

ется за счет притока средств в объеме (+13) по счету операций с капиталом и финансовых операций. Различия в знаке торгового и текущего балансов возникают в силу значительного оттока средств по статье услуги (страна может не иметь собственного морского флота для перевозки внешнеторговых грузов) и по статье текущих трансфертов (скорее всего рабочие-мигранты составляют значительную часть населения и переводят часть зарплаты на родину).

Финансирование текущего баланса – ключевой вопрос международной макроэкономики: либо страна в целом может финансировать свое чистое потребление товаров и услуг за счет привлечения капиталов из остального мира, т.е. потоков, не создающих долга (*non debt – creating flows*), либо финансируется за счет привлечения кредитов, которые являются потоками, создающими долг (*debt – creating flows*). Сальдо текущего баланса равняется разности между сбережениями и инвестициями внутри страны. Текущий баланс положительный – страна сберегает больше, чем инвестирует, и финансирует за счет избытка сбережений другие страны. Текущий баланс отрицательный – страна сберегает меньше, чем инвестирует, и должна привлекать капиталы другой страны для финансирования части внутренних инвестиций и потребления, которые не могут быть профинансированы за счет внутренних сбережений. Поэтому проведение черты под текущим балансом дает возможность получить важные аналитические результаты.

Однако критически важным в аналитическом смысле является третий вариант представления платежного баланса, когда черта проводится под балансом в целом (*overall balance*), оставляя под чертой только резервные активы. Такое представление позволяет отделить чертой все движения реальных и финансовых ресурсов, которые не зависят от правительства и ЦБ, от движения резервных активов, которые находятся под контролем ЦБ. Поэтому в практических целях макроэкономического анализа и про-

Таблица 6.3. Платежный баланс: стилизованное аналитическое представление

	2000 г.
Счет текущих операций	–13
Баланс торговли товарами	–6
Экспорт	10
Импорт	–16
Баланс торговли услугами	–5
Получение	8
Выплата платежей	–13
Баланс доходов	4
Получение	15
Выплата платежей	–11
Баланс текущих трансфертов	–6
Трансферты в страну	8
Трансферты из страны	–14
Капитальный и финансовый счета	13
Капитальный счет	9
Получение платежей	19
Выплата платежей	–10
Финансовый счет	4
Прямые инвестиции	2
В страну	5
За границу	–3
Портфельные инвестиции	–3
В страну	8
За границу	–11
Другие инвестиции	5
В страну	11
За границу	–6
Чистые ошибки и пропуски	–1
Баланс в целом	–1
Финансирование (-увеличение)	1
Резервные активы	2
Займы у Центральных банков	3
Использование кредита МВФ	–1
Чрезвычайное финансирование	–3

граммирования платежный баланс представляется несколько иным образом по сравнению с его полной статистической структурой.

Таблица 6.3 представляет собой аналитическое представление платежного баланса с использованием искусственных стилизованных данных. Файл «Глава 6. Решение проблемы 1а», лист «Аналитическое представление – реальные данные» приводит пример аналитического представления платежного баланса с использованием реальных данных на примере одной из стран.

Необходимо обратить внимание на несколько характерных черт аналитического представления платежного баланса. Во-первых, дебетовые записи в текущем балансе могут показываться как со знаком плюс (в этом случае они вычитаются из кредитовых записей для получения чистой величины), так и со знаком минус (в этом случае они прибавляются к кредитовым записям для получения чистой величины). Во-вторых, в статьях под чертой, финансирующих баланс в целом, положительные величины означают сокращение, а отрицательные – рост. В-третьих, возможны четыре основных способа финансирования платежного баланса в целом – использование резервных активов ЦБ, заимствование у других ЦБ, заимствование у МВФ и чрезвычайное финансирование. Все это чистые величины: изменения в валовых резервах ЦБ минус валовые иностранные пассивы ЦБ; валовое получение кредитов других ЦБ или МВФ за минусом выплаты по прежним кредитам. Наконец, в аналитическом представлении платежного баланса появилась новая статья – чистые ошибки и пропуски.

@ *Чистые ошибки и пропуски (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, закравшиеся в записи отдельных платежей.

Чистые ошибки и пропуски могут возникать в результате следующих проблем:

- 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 осуществлен за счет этих кредитов, то есть 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. Чистые пропуски и ошибки оцениваются обычно как остаточная, балансирующая величина – разница между балансом в целом, который полагается равным финансированию, и суммой текущего, капитального и финансового счетов.

Представление платежного баланса может быть несколько различным для каждой страны в зависимости от того, какие именно типы внешних платежей играют особенно важную роль. Например, если переводы мигрантов не имеют сколько-нибудь существенного значения, эта статья опускается из платежного баланса. Сокращенный вариант платежного баланса, который чаще всего используется в аналитических целях, представлен в таблице 6.3. 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. Особенно важно в счете движения капитала как можно полнее уловить все финансирование, которое получается страной для осуществления текущих операций. Высокий уровень пропусков и ошибок – яркое свидетельство недостаточности информации о движении капитала. Для обеспечения межстрановых сопоставлений сальдо текущего баланса и сальдо платежного баланса в целом показываются как процент ВВП.

Чрезвычайное 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 их либо 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.

@ *Чрезвычайное финансирование (exceptional financing)* – операции, проводимые страной, испытывающей трудности с финансированием отрицательного сальдо платежного баланса, в целях снижения этого сальдо до уровня, который может быть профинансирован традиционными средствами.

Операции по чрезвычайному финансированию включают:

• ***Списание 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 и как чрезвычайное финансирование под чертой.

• ***Переоформление долга*** *(debt rescheduling)* – изменение условий существующего договора, предусматривающее отсрочку сроков платежей по обслуживанию долга в текущем году и краткосрочной перспективе на согласованный будущий период на новые. При переоформлении задолженности считается, что текущие платежи по обслуживанию долга были произведены своевременно и показываются над чертой как платежи основной суммы и процентов, подлежащих уплате (*debt service due*), которые финансировались (под чертой) за счет переоформления долга как вида чрезвычайного финансирования и финансировались за счет новой, т.е. переоформленной, задолженности.

• ***Просрочка платежей*** *(неплатежи) 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. Платежи по обслуживанию долга, подлежащие уплате, показываются над чертой, тогда как просрочка платежей – под чертой, как чрезвычайное финансирование.

Кроме того, к числу операций чрезвычайного финансирования можно отнести следующие:

• ***Привлечение средств из-за рубежа другими секторами экономики***, кроме правительства и ЦБ, поощряемое государственными органами путем субсидирования валютного курса или процентных ставок.

• ***Обмен задолженности на акции*** *(debt for 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 покрыты должником, обмениваются по соглашению с кредитором на долю в собственности должника. Они показываются как капитальный грант в счете движения капитала и как выплата соответствующей основной суммы долга в финансовом счете.

• ***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. В этом случае кредиты других ЦБ и МВФ показываются отдельной статьей под чертой как валовые потоки, т.е. отдельно получение кредита и платежи по ранее полученным кредитам МВФ.

Аналитические соотношения

Для того чтобы проанализировать тенденции развития платежного баланса и выяснить основные макроэкономические проблемы, на базе данных платежного баланса могут рассчитываться некоторые из следующих аналитических соотношений:

• ***Экспорт/кредит счета текущих операций*** *(exports/current account credits)* – соотношение, показывающее долю доходов от экспорта во всех текущих доходах страны.

• ***Импорт/дебет счета текущих операций*** *(imports/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 как долю ее ВВП, что позволяет делать межстрановые сопоставления.

• ***Дебет товаров и услуг/валовые национальные расходы*** *(goods and services debits/gross domestic product)* – соотношение, показывающее текущие расходы страны как долю 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 по сравнению с ВВП страны. Обычно отрицательное сальдо в размере более 10% ВВП считается очень тревожным показателем для экономики страны, означающим, что валютный курс скорее всего завышен, инвестиции превышают сбережения и проблемы с финансированием текущего баланса либо уже существуют, либо возможны в ближайшей перспективе.

• ***Резервные активы/импорт товаров и услуг*** *(reserves at end of period/imports of goods and services)* – соотношение, показывающее способность страны покрывать имеющимися в распоряжении ЦБ резервами свои внешние обязательства. В качестве весьма приблизительного числового ориентира для проведения сбалансированной внешнеэкономической политики используется следующее: валовые резервы страны не должны быть меньше стоимостного объема 3–4 месяцев импорта товаров и услуг. Для вычисления этого показателя резервы умножаются на 12 и делятся на размер импорта, прогнозируемого на следующий год, в который необходимо включить не только импорт товаров, но и импорт услуг.

• ***Внешний долг/ВВП*** *(external debt/gross domestic product)* – соотношение, показывающее относительное бремя внешней задолженности для экономики в целом, сравнивая долг с производством страны за год. Уровень долга страны считается чрезмерно высоким, если это соотношение – более 40%, и умеренным, если оно составляет 30%.

• ***Внешний долг/экспорт товаров и услуг*** *(external debt/exports of goods and services)* – соотношение, показывающее относительное бремя внешней задолженности как долю доходов от экспорта, которые потенциально пришлось бы затратить, чтобы выплатить внешний долг. Уровень долга страны считается чрезмерно высоким, если это соотношение – более 250%, и умеренным, если оно составляет более 150%.

• ***Чистая международная инвестиционная позиция/валовой внутренний продукт*** *(net international investment position/gross domestic product)* – соотношение, показывающее чистые иностранные активы страны в сравнении с ее ВВП.

• ***Платежи по обслуживанию 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 приходится тратить, чтобы покрывать текущие выплаты по внешнему долгу. Уровень долга страны считается чрезмерно высоким, если это соотношение составляет более 30%.

Итак, аналитически возможны три основных варианта проведения черты в платежном балансе: a) под торговым балансом: над чертой показывается баланс торговли только товарами, под чертой – все остальные статьи; b) под текущим балансом: над чертой показывается баланс по всем текущим операциям, под чертой – все остальные статьи; c) под балансом в целом: над чертой показывается баланс по всем текущим операциям и операциям с капиталом и финансовым операциям, оставляя под чертой только резервные активы. Критически важным в аналитическом смысле является третий вариант представления платежного баланса, когда черта проводится под балансом в целом (*overall balance*), оставляя под чертой только резервные активы. Такое представление позволяет отделить

чертой все движения реальных и финансовых ресурсов, которые не зависят от правительства и ЦБ, от движения резервных активов, которые находятся под контролем ЦБ.

Структурно платежный баланс рассчитывается на основе нескольких рабочих таблиц, главными из которых являются таблица экпорта 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 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 финансовом счете надо как можно полнее уловить все финансирование, которое получается страной для осуществления текущих операций. Высокий уровень пропусков и ошибок свидетельствует о недостаточно полной информации, касающейся движения 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.

5. АНАЛИЗ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

Автономные и неавтономные статьи

Анализ платежного баланса сводится к поиску ответа на внешне простой вопрос: почему строгое статистическое равенство в уравнении 6.1 не соблюдается в реальной жизни? Почему суммма ключевых групп статей платежного баланса – изменения текущего баланса (*CAB*), баланса движения капитала и финансового баланса (*FI*) и резервов (*RES*) – не равна нулю и какой-то из компонентов должен быть скорректирован, чтобы добиться этого простого равенства?

$$CAB + FI + RES = 0. \qquad (6.1)$$

Скорректировать можно только тот компонент, над которым правительство и ЦБ могут осуществлять контроль с помощью инструментов экономической политики. Текущий баланс, состоящий из баланса торговли товарами, услугами, доходов и текущих трансфертов, находится за пределами прямого государственного контроля, поскольку торговля и перевод доходов и трансфертов осуществляются частными предприятиями и лицами. Исключение составляет только внешняя торговля государственных предприятий, которая в большинстве стран также ведется на коммерческих принципах. Государство не имеет прямого контроля за подавляющим числом статей движения капитала – решения об осуществлении прямых инвестиций, приобретении портфельных инвестиций или предоставлении займов чаще всего принимаются частными предприятиями и лицами. Исключение составляют лишь государственные займы, предоставление и получение которых находятся под прямым правительственным контролем.

Тем не менее государство может влиять на динамику статьей теущего, капитального и финансового счетов с помощью ряда косвенных и прямых мер, прежде всего политики валютного курса, инструментов торговой политики и ограничений на движение капитала. При плавающем режиме валютного курса государство может обеспечить его повышение за счет увеливения процентной ставки и тем самым сократить экспорт и увеличить приток капитала. Напротив, за счет снижения процентной ставки государство может стимулировать экспорт, но сократить приток капитала. В силу разнонаправленности воздействия таких мер на

текущий и финансовый балансы их влияние на баланс в целом далеко не очевидно. При фиксированном валютном курсе власти вообще лишены возможности влиять на платежный баланс через валютный курс. Административный контроль за движением капитала обычно легко обходится путем переклассификации контролируемых потоков капитала по другим, неконтролируемым статьям финансового счета и поэтому малоэффективен. В целом меры по контролю могут быть эффективны только в средне- и долгосрочной перспективе, их эффективность может подрываться в силу того, что ограничения могут не соблюдаться. Наконец, в краткосрочной перспективе, когда возникает проблема оплаты по международным обязательствам в следующем месяце или квартале, ни одна из мер контроля за текущим и финансовым балансами не может считаться адекватной.

Таким образом, статьи, находящиеся над чертой в аналитическом представлении платежного баланса, плохо поддаются государственному котролю и считаются его *автономными статьями*. Резервы (*RES*), показываемые под чертой, находятся под прямым контролем властей и могут быть использованы для решения платежных проблем, которые зачастую возникают неожиданно и должны быть урегулированы немедленно. В аналитических целях резервы считаются *неавтономными статьями* платежного баланса.

Приемлемость текущего баланса

Учитывая, что все компоненты текущего баланса – потоки (а не запасы), текущий баланс (*CAB*), взятый отдельно, можно рассматривать как:

• ресурсный разрыв (*resourse gap*) – разность между сбережениями (*S*), состоящими из государственных (S_g) и частных (S_p) сбережений, и инвестициями (*I*), состоящими из государственных (I_g) и частных (I_p) инвестиций, в экономике в целом. Если текущий баланс – отрицательный, инвестиции превосходят сбережения и экономика финансируется за счет остального мира. Если текущий баланс – положительный, сбережения превышают инвестиции и страна сама финансирует остальной мир. Причем взаимовлияние компонентов в равенстве 6.2 двустороннее: меры внешнеэкономической политики, направленные на изменение текущего счета, окажут какое-то воздействие на внутренние сбережения и инвестиции; в то же время меры внутренней политики, направленные на изменение сбережений и инвестиций, окажут какое-то влияние на текущий баланс. Определение направления и масштаба такого влияния – важнейшая задача макроэкономического анализа.

$$CAB = S - I = (S_g + S_p) - (I_g + I_p). \quad (6.2)$$

• разность между валовым национальным располагаемым доходом (*GNDI*), состоящим из суммы ВВП (*GDP*), чистого факторного дохода (*Yf*) и чистых трансфертов (*Tr*), и абсорбцией (*A*), являющейся суммой потребления (*C*) и инвестиций (*I*). Уравнение 6.3 показывает, что текущий баланс может быть улучшен либо за счет увеличения валового внутреннего располагаемого дохода по сравнению с абсорбцией (суммой потребления и инвестиций), либо за счет сокращения абсорбции относительно уровня дохода.

$$CAB = GNDI - A = (GDP + Yf + Tr) - (C + I). \quad (6.3)$$

• изменение чистой инвестиционной позиции страны. Уравнение 6.4, полученное из равенства платежного баланса 6.1, говорит, что положительный текущий баланс равен оттоку (знак минус) финансовых ресурсов (инвестиции за рубежом, приобретение иностранных акций, предоставление кредитов нерезидентам государством, частными компаниями или лицами) и резервов (приобретение активов за рубежом Центральным банком). Напротив, отрицательное сальдо текуще-

го баланса, как в уравнении 6.5, говорит, что для его финансирования требуется соответствующий приток финансового капитала. Короче, положительное сальдо текущего баланса должно быть инвестировано за рубеж, отрицательное сальдо должно быть профинансировано из-за рубежа.

$$CAB = -(FI - RES) \qquad (6.4)$$

$$-CAB = FI + RES \qquad (6.5)$$

$$CAB = X - IM + Yf + Tr. \qquad (6.6)$$

Аналитическое деление платежного баланса на статьи, показывающие движение реальных ресурсов, и статьи, показывающие движение финансовых ресурсов, позволяет ответить на вопрос, может ли страна финансировать свое потребление.

Анализ текущего баланса сводится к поиску ответа на несколько ключевых вопросов.

Платежеспособна ли страна? При прочих равных условиях дефицит текущего счета означает, что страна накапливает долги перед остальным миром или сокращает свои резервы. Напротив, профицит текущего счета сводится к тому, что страна накапливает иностранные активы, увеличивая свои требования к другим странам, или наращивает резервы. Поэтому текущий счет представляет собой изменение чистой инвестиционной позиции страны. Если эта позиция отрицательная, страна является чистым должником, если положительная – чистым кредитором. Страна не может оставаться чистым должником вечно: в будущем она должна сделать свою чистую инвестиционную позицию положительной и начать расплачиваться по долгам.

@ *Платежеспособность (solvency)* – способность страны генерировать профицит текущего счета платежного баланса, достаточный, чтобы расплатиться по текущему долгу.

Страна может считаться платежеспособной, если текущая стоимость (стоимость, дисконтированная по текущей процентной ставке) будущих профицитов текущего счета не меньше текущей стоимости внешнего долга. Таким образом, платежеспособность – это оценочная категория, поскольку она построена на предположении относительно будущих профицитов текущего счета. При предположении о достаточно большом профиците текущего счета в будущем практически любая страна, даже с очень большим текущим чистым долгом, может считаться платежеспособной. Такие предположениия могут строиться на основе других предположений об изменении и корректировке макроэкономической политики с целью обеспечения достаточно больших профицитов. Однако корректировка политики может и не принести желаемых результатов, оказаться недостаточной или внешние условия, в которых окажется страна в будущем, будут такими, что компенсируют положительный эффект макроэкономической корректировки. Поэтому более реалистично оценивать не потенциальную платежеспособность страны с учетом потенциальных реформ, которые могут и не состояться, а устойчивость текущего баланса при условии неизменности макроэкономической политики и внешней ситуации, т.е. выяснить, является ли страна платежеспособной, если ее политика и внешняя обстановка останутся такими же, какими они являются сегодня.

Устойчив ли текущий баланс? Если текущий баланс отрицательный, то вопрос заключается в возможности финансирования имеющегося уровня дефицита текущего баланса за счет притока капиталов и валютных резервов. Если текущий баланс – положительный, то вопрос заключается в том, куда направляются получаемые финансовые ресурсы.

@ *Приемлемость текущего баланса (current account sustainability)* – способность резидентов страны в целом финансировать дефицит текущего баланса за счет чистого притока капитала и имеющихся международных резервов при пред-

положении о неизменной макроэкономической ситуации в стране и за рубежом[1].

В целом ответ на вопрос об устойчивости текущего баланса означает ответ на более простой вопрос: если текущая макроэкономическая политика государства будет неизменной и внешняя экономическая ситуация также останется такой же, как сейчас, приведет ли дефицит текущего баланса в обозримой перспективе к резкой девальвации валютного курса или дефолту по внешнему долгу? Если ответ положительный, то корректировка валютного курса или дефолт при продолжении существующей политики неизбежны, а ситуация с текущим балансом неприемлема. Если ответ отрицательный, то текущий баланс устойчив.

Факт наличия отрицательного текущего баланса не означает автоматически его неустойчивости, поскольку он может надежно финансироваться за счет притока капитала из-за рубежа, который остается стабильным на протяжении многих лет и вряд ли может прекратиться в предсказуемой перспективе (случай США); иметь временный характер, обычно связанный с краткосрочным падением цен на основной экспортный товар (нефтедобывающие страны); быть связанным с потребностью финансировать производительные инвестиции, доход от которых позволит позже покрыть возникшие долги, или просто в распоряжении ЦБ стабильно имеется достаточно резервов, чтобы покрывать этот дефицит. Таким образом, в капиталоимпортирующих странах дефицит текущего баланса, устойчиво финансируемый посредством притока иностранного капитала, может означать эффективное использование страной иностранных сбережений для осуществления производительных внутренних инвестиций.

При отрицательном текущем балансе проблема его устойчивости возникает только в случае, если его невозможно финансировать ни сейчас, ни в среднесрочной перспективе за счет имеющихся источников – чистых международных займов, притока другого капитала или валютных резервов, имеющихся в распоряжении ЦБ. Поэтому чаще всего текущий баланс оказывается неустойчивым в двух случаях: при слишком высоком уровне внешней задолженности либо при слишком низком уровне резервов. Поэтому анализ устойчивости текущего баланса напрямую связан с анализом уровня внешней задолженности и состояния валютных резервов страны. Если уровень долга настолько высок, что новых чистых кредитов получить невозможно и наблюдается отток частного капитала из страны, а уровень резервов настолько низок, что за счет них невозможно обеспечить нормальный уровень импорта в течение нескольких месяцев, имеет место неустойчивость отрицательного текущего баланса. В этой ситуации власти должны предпринять меры макроэкономической корректировки во избежание платежного кризиса.

Аналогично положительное сальдо текущего баланса автоматически не означает его приемлемости. Такое сальдо свидетельствует об оттоке капитала за рубеж, что может быть результатом отсутствия достаточного внутреннего спроса и, следовательно, высокой безработицы, или накоплении резервов, что ведет к расширительной денежной политике и, следовательно, инфляции.

В чем причина неустойчивости текущего баланса? Обычно неустойчивость выражается в виде большого отрицатель-

[1] Приемлемость – наиболее подходящий в данном случае перевод английского термина *sustainability*, который обычно переводится как устойчивость и должен пониматься как способность устоять перед лицом шока вследствие проводимой экономической политики, а не как постоянство или инвариантность, т.е. сохранение какого-либо свойства постоянным (инвариантным). Сочетание *debt sustainability* должно также переводиться как приемлемость долга, экономическая приемлемость долга, что по сути означает его переносимость для экономики, но ни в коем случае не как его постоянство. Устойчивость – также возможный перевод, но только как способность устоять, перенести что-то.

ного сальдо, которое невозможно финансировать существующим притоком капитала. Возможных причин множество, и для того, чтобы найти основную, необходимо проанализировать каждый компонент уравнений 6.2–6.4. Причины неустойчивости нужно искать как внутри страны, так и за рубежом. К наиболее типичным внутренним причинам относятся:

• низкие или недостаточные государственные сбережения (S_g), или их полное отсутствие, что проявляется через высокий уровень дефицита государственного бюджета. Если снижение государственных сбережений связано с ростом производительных государственных инвестиций, ситуация с дефицитом текущего счета более устойчива, чем в случае падения государственных сбережений в результате роста государственного потребления (чаще всего роста зарплат госслужащих);

• низкие или недостаточные частные сбережения (S_p), или их полное отсутствие, что проявляется через высокий уровень задолженности частного сектора, которая также называется отрицательными сбережениями;

• несоизмеримо высокий уровень государственных инвестиций (I_g), финансируемых за счет зарубежных госдурственных займов, который виден в бюджете и в конечном счете является одной из причин его дефицита;

• несоизмеримо высокий уровень частных инвестиций (I_p), финансируемых за счет привлечения зарубежного капитала в различных формах (инвестиционный бум), который виден в бюджете и в конечном счете является одной из причин его дефицита;

• недостаточный уровень дохода (*GNDI*), генерируемый экономикой, который может быть следствием недостаточного роста реального производства (*GDP*), превышения платежей за факторы производства (капитал и рабочая сила) над поступлениями (*Yf*) и превышения частных и государственных трансфертов за рубеж над их поступлением (*Tr*);

• высокий уровень абсорбции (*A*) вследствие или бума потребления (*C*), и/или бума инвестиций (*I*).

Среди внешних, не зависящих от страны причин, которые чаще всего приводят к неустойчивости текущего баланса, можно выделить:

• сокращение доходов от экспорта (*X*): в силу падения мировых цен на основные товары экспорта (чаще всего это связано с падением цен на сырьевые товары, кроме нефти, и продовольствие) и/или в силу сокращения физического объема экспорта из-за падения спроса со стороны стран–торговых партнеров;

• рост стоимости импорта в силу роста мировых цен на основные импортные товары (чаще всего это связано с ростом цен на нефть) и/или увеличение физического объема импорта в результате потребительского или инвестиционного бума;

• превышение платежей за факторы производства (капитал и рабочая сила) над поступлениями (*Yf*), что обычно является следствием выплат процентов по частному и государственному внешнему долгу, когда страна в течение многих предшествующих лет финансировалась за счет притока иностранных займов;

• превышение частных и государственных трансфертов за рубеж над их поступлением (*Tr*), что обычно возникает, когда частные лица, не доверяя экономической ситуации в стране, увеличивают переводы личных сбережений за рубеж.

Таким образом, причины неустойчивости текущего баланса следует искать как в государственном, так и в частном секторе, как внутри страны, так и за рубежом. Возможно и любое их сочетание. Важно, однако, что из четырех основных причин неустойчивости только один – дефицит государственного бюджета – относится к государственному сектору и поддается прямому регулированию со стороны властей. Другие источники неустойчивости также могут регулироваться, но преимущественно косвенными методами. Практически это означает, что в случае серьезной неустойчивости

текущего счета у властей есть только один инструмент для его быстрой корректировки – бюджет, т.е. увеличение государственных сбережений (обеспечение профицита бюджета) или сокращение бюджетных расходов.

Является ли профицит текущего счета отражением экономических проблем? Профицит текущего счета встречается значительно реже, чем дефицит, и в большинстве случаев и стран не составляет сколько-нибудь серезной макроэкономической проблемы. Профицит текущего счета означает, что страна либо вывозит капиталы за рубеж и финансирует другие страны, либо увеличивает свои резервы. Проблемы возникают в нескольких основных случаях:

• *Бегство капитала.* Государственный бюджет имеет дефицит, резервы не увеличиваются, а требования к нерезидентам растут. Это классический случай бегства капитала, когда частный сектор предпочитает инвестировать за рубеж избыток своих сбережений над внутренними инвестициями. Причины бегства частного капитала обычно заключаются в нервозности внутриэкономической и политической ситуации, низкой реальной ставке процента, разросшейся бюрократии, экономической преступности и пр. Поэтому необходимо исправить эту ситуацию.

• *Рестриктивная импортная политика*. Профицит текущего счета может возникать искусственно, отражая не столько активный экспорт товаров и услуг, сколько запретительный характер импортного режима. Наиболее типичные примеры инструментов торговой политики, которые на согласуются с принципами макроэкономической эффективности, – это многочисленные импортные тарифы и квоты, ограничения на платежи по импорту, экспортные субсидии и политика государственных закупок, которая дискриминирует иностранных поставщиков.

• *Искусственно низкий валютный курс*. Валютная политика ЦБ может быть направлена на поддержание искусственно низкого валютного курса, направленного на стимулирование экспорта и ограничение импорта.

• *Ограничения на внутренние инвестиции.* В случае необходимости увеличения притока внутренних инвестиций в инфраструктуру, образование, здравоохранение, при наличии оттока капитала встает вопрос о готовности национальной правовой и политической систем принять такие инвестиции. Обычно можно обнаружить целые сферы национальной экономики, где всевозможные препятствия на пути инвестиций настолько велики, что делают для национальных инвесторов более привлекательным вывоз капитала, нежели нахождение способов его применения внутри страны.

• *«Голландская болезнь» (Dutch desease).* В странах, где недавно были открыты новые запасы полезных ископаемых, увеличение их экспорта может привести к большому профициту текущего баланса и росту курса национальной валюты. При этом традиционные отрасли окажутся менее конкурентоспособными на мировом рынке, и объем их производства начнет постепенно сокращаться. Особенно рецидивы этого феномена, который называется «голландской болезнью», опасны в сельскохозяйственных странах, где большинство населения зависит от производства и экспорта сельхозпродукции, а результатами от экспорта вновь открытых полезных ископаемых может пользоваться только узкая прослойка. Накопление валютных резервов за счет приобретения иностранной валюты за национальную может способствовать ограничению роста валютного курса и смягчить последствия «голландской болезни» для традиционных секторов.

Согласуется ли ситуация с текущим балансом с политикой валютного курса? Для ответа на этот вопрос необходимо в зависимости от политики, проводимой в анализируемой стране относительно движения капитала и режима валютного курса, рассмотреть четыре основных и несколько промежуточных вариантов изменения компонентов формулы 6.4:

• *Фиксированный валютный курс и отсутствие мобильности капитала (FI = 0).* В случае дефицита по текущему счету накопление сбережений может происходить только за счет сокращения резервов ($-CAB = RES$); в случае профицита по текущему счету накопление сбережений может происходить только путем наращивания резервов ($CAB = -RES$). Фиксированный валютный курс означает, что ЦБ гарантирует поддержание курса национальной валюты на определенном уровне путем покупки национальной валюты за счет резервов. Следовательно, в случае дефицита текущего счета ЦБ вынужден продавать иностранную валюту из своих ограниченных резервов для достижения двух целей – оплаты внешних обязательств и поддержания курса национальной валюты. Очевидно, что рано или поздно резервы начнут иссякать и придется последовательно отказаться сначала от поддержания курса валюты, что приведет к ее девальвации, а затем, возможно, и от оплаты внешних обязательств, что будет означать дефолт.

В случае профицита по текущему счету для поддержания фиксированного курса ЦБ вынужден покупать иностранную валюту и увеличивать тем самым резервы. Покупка иностранной валюты в резервы означает рост выпуска национальной валюты в обращение, что при прочих равных условиях ведет к росту инфляции. Если инфляция внутри страны оказывается выше инфляции в странах – основных торговых партнерах, реальный эффективный валютный курс снизится, экспорт товаров и услуг вырастет еще больше и усугубит проблему поддержания фиксированного валютного курса. Только если инфляция в странах – торговых партнерах выше, чем в анализируемой стране, произойдет рост ее реального валютного курса, что приведет к сокращению экспорта и, следовательно, снижению необходимости покупок иностранной валюты в резервы и сокращению давления на фиксированный валютный курс в сторону его повышения.

При фиксированном валютном курсе и полном отсутствии либо сильно ограниченном движении капитала неустойчивость текущего счета означает серьезный риск для поддержания валютного курса на определенном уровне. При непрекращающемся дефиците текущего счета резервы, размер которых ограничен, рано или поздно иссякнут и заставят девальвировать валютный курс. Возможны следующие варианты.

• *Плавающий валютный курс и отсутствие мобильности капитала ($FI = 0$, $RES = 0$).* Неустойчивости текущего баланса в принципе быть не может: страна в состоянии импортировать товаров и услуг только на сумму, точно равную той, что она получает от экспорта. Власти не прибегают к использованию резервов для поддержания валютного курса или используют их только для смягчения колебаний курса, не ставя перед собой цели обеспечить его определенный уровень. Любая динамика текущего счета, который практически определяет валютный курс, совместима с политикой плавающего валютного курса. Однако резкие колебания курса могут быть не совместимы с государственной политикой в других областях экономики.

• *Фиксированный валютный курс и полная мобильность капитала ($FI \neq 0$, $RES \neq 0$).* Финансирование дефицита текущего баланса может происходить за счет как притока капитала, так и сокращения резервов $-CAB = (FI + RES)$. Профицит текущего баланса может означать отток капитала или наращивание резервов. При полной мобильности капитала совместимость дефицита текущего баланса с фиксированным валютным курсом зависит в большей степени от устойчивости внутренней макроэкономической политики, чем от внешних обстоятельств. Резкое давление на фиксированный курс, требующее его девальвации, может возникнуть, когда в силу предкризисного состояния экономики и внешние кредиторы внезапно откажутся предоставлять новые кредиты или пролонгировать старые, т.е. возникнет ситуация, при кото-

рой дефицит текущего баласа не сможет больше финансироваться за счет притока капитала из-за рубежа. Профицит текущего баланса обычно не представляет большой проблемы для валютного курса, поскольку напряжение снимается в результате оттока капитала за рубеж.

• *Плавающий валютный курс и полная мобильность капитала ($FI \neq 0$, $RES = 0$).* Проблема совместимости дефицита текущего баланса с режимом валютного курса не возникает, поскольку дефицит может финансироваться за счет притока капитала или просто приводит к снижению валютного курса, не создавая давления на резервы. Профицит, напротив, может выражаться либо в оттоке капитала, либо росте валютного курса. Несмотря на то что при такой политике валютного курса неустойчивость текущего баланса не создает технических проблем для валютного курса, его изменения сказываются на остальной экономике: падение курса благоприятствует экспортным отраслям, но удорожает импорт и ведет к росту инфляции; рост курса, напротив, душит экспортирующие отрасли и наводняет рынок импортными товарами. В этом смысле ситуация с текущим балансом может не согласовываться с политикой валютного курса.

Как обеспечить устойчивость текущего баланса? Если ситуация с текущим балансом признана неприемлемой (*unsustainable*), страна вынуждена провести корректировку своей краткосрочной макроэкономической политики. В случае неустойчивости текущего баланса по причине его дефицита к основным способам, находящимся под контролем властей, которые могут быть реализованы относительно быстро, относятся:

• *Повышение внутренних процентных ставок.* Это акция денежной политики, в результате которой создаются дополнительные стимулы для притока капитала из-за рубежа, который используется для финансирования дефицита текущего баланса. Повышение процентных ставок эффективно в случае отсутствия серьезных препятствий для движения капитала и общей стабильности экономической ситуации в стране. В зависимости от принятых в стране механизмов регулирования денег повышение процентных ставок осуществляется либо путем прямого установления ставки рефинансирования ЦБ на более высоком уровне, либо путем сокращения денежной массы через операции, ограничивающие ликвидность на открытом рынке.

• *Девальвация валютного курса.* Этот вариант применим только если власти проводят политику фиксированного или жестко управляемого режима валютного курса. Девальвация приведет к переключению расходов с торгуемых (экспортируемых и импортируемых) товаров на неторгуемые (производимые внутри страны для внутреннего потребления), сократит спрос на импортные товары и услуги и стимулирует зарубежный спрос на национальные экспортные товары. Однако выправление текущего баланса на основе девальвации неизбежно будет временным, поскольку она обычно сопряжена с ростом внутренних цен на импортные товары, экспортные товары в связи с ростом спроса на них и на внутренние субституты импортных товаров. Рост цен приведет к сокращению конкурентоспособности национальных товаров за рубежом и будет постепенно замедлять, а затем остановит выправление дефицита текущего баланса.

• *Сокращение внутренних агрегированных расходов.* Контролировать возникающую в результате девальвации инфляцию возможно путем сокращения агрегированных расходов – сдерживания расходов бюджета, банковского кредита и индивидуальных расходов. По сути это означает увеличение национальных сбережений как в государственном секторе (сокращение дефицита бюджета и в идеале – обеспечение его профицита), так и в частном секторе (увеличение индивидуальных накоплений за счет более высокой процентной ставки). Сдерживание агрегированных расходов может использоваться и как инструмент выправления дефицита текущего баланса и без

девальвации, в условиях плавающего валютного курса, который падает в результате платежных дисбалансов.

Анализ торгового баланса

Торговый баланс является доминирующей частью текущего баланса и практически во всех странах тенденции развития текущего баланса определяются тенденциями торгового баланса. В рамках анализа платежного баланса детального анализа компонентов торгового баланса не требуется; это делается при анализе торговой политики. Достаточно определить, какие факторы влияют на его динамику в целом. Среди этих факторов выделяются следующие:

• *Физические объемы*. В большинстве стран торговая статистика располагает данными об объемах реального экспорта и импорта основных товаров и/или индексах физического объема экспорта и импорта. Необходимо выяснить, до какой степени изменение физических объемов влияет на динамику торгового баланса и какие факторы приводят к изменениям физических объемов. Если растет экспорт, связано ли это с ростом зарубежного спроса на конкретный товар, ростом его производства и улучшением качества внутри страны. Если растет импорт, связано ли это с потребительским или инвестиционным бумом или простым снижением производства импортозамещающих товаров внутри страны. В зависимости от эластичности физический объем экспорта должен расти темпами, примерно равными росту реального ВВП в странах – основных торговых партнерах, что является аппроксимацией иностранного спроса. Любое сколько-нибудь значительное расхождение двух показателей должно быть объяснено. Физический объем импорта должен расти темпами, примерно равными росту национального ВВП, который аппроксимирует внутренний спрос. Любое существенное расхождение должно быть также объяснено.

• *Цены и условия торговли.* Индекс экспортных и импортных цен, а также временные серии цен на основные товары экспорта и импорта могут дать точное представление о факторах, лежащих в основе изменения торгового баланса страны, если физические объемы изменяются примерно в соответствии с внешним и внутренним спросом. Важно проследить динамику экспортных и импортных цен как минимум по трем группам товаров: нефть и энергоносители, сельскохозяйственные товары и промышленные товары. Условия торговли представляют собой соотношение индекса экспортных и импортных цен. Условия торговли можно рассчитать по всем товарам; по всем товарам, исключая нефть и нефтепродукты; по всем товарам, исключая нефть, нефтепродукты и сельскохозяйственные товары, цены на которые особенно изменчивы. В большинстве стран динамика торгового баланса определяется именно изменением цен на несколько основных товаров экспорта или импорта. Соответственно, необходимо выяснить, что влияет на динамику цен на эти товары на мировом рынке: изменение условий производства (технологические нововведения), климатические (засуха, наводнение), политические (введение санкций), военные (угроза военной конфронтации) или другие факторы.

• *Географические направления торговли.* Изменения в торговом балансе могут также быть вызваны тем, что страна переориентировала свои экспортные поставки на новые рынки или изменила источники закупки импортных товаров. Сдвиги в географическом направлении торговли моут происходить в связи с присоединением анализируемой страны к интеграционной группировке, в которую она ранее не входила; введением новых правил торговли с определенной группой стран, например на основе торговых преференций; вступлением страны в ВТО и открытием тем самым новых для нее рынков. Сдвиги в географическом направлении торговли могут быть также следствием изменений в экономической ситуации стран – основных тор-

говых партнеров: возникновение в них кризиса сокращает спрос на экспорт из анализируемой страны; напротив, бурный экономический рост стимулирует его. Поэтому надо знать, в какие именно страны данная страна направляет свой экспорт и из каких стран она импортирует товары.

• *Степень нейтральности торгового режима.* Не вдаваясь в детали отдельных мер торговой политики, используемых в анализируемой стране, необходимо оценить, до какой степени торговый режим в целом отклоняется от нейтрального, т.е. такого, при котором экспорт и импорт товаров могут осуществляться только на основе спроса и предложения, без вмешательства мер торговой политики. Для этого существует множество индексов и показателей степени рестриктивности торгового режима, ни один из которых, правда, не является идеальным.

Два индекса используются наиболее часто – индекс нейтральности торгового режима для определения склонности торгового режима к стимулированию экспорта или импорта, и индекс рестриктивности торгового режима для определения степени его открытости и межстрановых сравнений.

@ *Индекс нейтральности торгового режима (trade neutrality index)* рассчитывается как отношение среднего эффективного уровня защиты импорта ($AERP_{im}$) к среднему эффективному уровню защиты экспорта ($AERP_x$),

$$\eta = \frac{AERP_{im}}{AERP_x}, \qquad (6.7)$$

где средний уровень защиты (*average effective rate of protection, AERP*) определяется как

$$AERP = \frac{v' - v}{v}, \qquad (6.8)$$

где

v – добавленная стоимость в экономике в целом в мировых ценах или мировая цена на определенный товар;

v' – добавленная стоимость в экономике в целом во внутренних ценах с учетом тарифов и субсидий или внутренняя цена с учетом тарифов и субсидий на определенный товар.

Если в формуле 6.8 используется добавленная стоимость по экономике в целом, то результатом расчета является средний эффективный уровень защиты, если – внутренняя и мировая цена на определенный товар, то результатом расчета является номинальный уровень защиты этого товара. Соответственно, $\eta > 1$ означает, что импорт более рестриктивен, чем экспорт, страна предпочитает политику замещения импорта и скорее всего проводит политику роста за счет экспорта, и это одна из причин того, что импорт растет относительно медленнее экспорта. Напротив, $\eta < 1$ свидетельствует, что экспорт более рестриктивен, чем импорт.

@ *Индекс рестриктивности торговли (trade restrictiveness index)* – усредненный показатель степени открытости торгового режима, принимающий во внимание тарифные и нетарифные ограничения (НТО) и изменяющийся от 1 (наиболее открытый режим) до 15 (наиболее закрытый режим).

Оценка индекса рестриктивности торговли (см. табл. 6.4, «Глава 6. Решение проблемы 1а», лист «Индекс рестриктивности торговли») включает три этапа:

1. Расчет среднего арифметического значения применяемого тарифа и его классификация в одну из пяти указанных категорий. Иногда берется средневзвешенный тариф, где объемы импорта каждого товара являются весами. Использование простого среднего считается более предпочтительным, поскольку статьи импорта, на которые накладываются особенно высокие пошлины, обычно имеют меньший вес в общем объеме импорта. Именно на уровень применяемого тарифа, указанный в таможенной документации, смотрят импортеры при принятии решения об импорте товара. Кроме того, расчет

Таблица 6.4. Расчет индекса рестриктивности торговли

1. Классификация тарифных режимов	
	Средний тариф (%)
1. Открытый	0–10
2. Относительно открытый	10–15
3. Умеренный	15–20
4. Относительно рестриктивный	20–25
5. Рестриктивный	более 25
2. Классификация режимов нетарифных ограничений	
1. Открытый	НТО отсутствуют или составляют менее 1% производства или торговли
2. Умеренный	НТО существенны, покрывают по крайней мере один важный сектор экономики, или менее 25% производства или торговли
3. Рестриктивный	НТО покрывают многие сектора, или более 25% производства или торговли

3. Индекс рестриктивности торговли			
Тарифный режим	Режим нетарифных ограничений		
	Открытый	Умеренный	Рестриктивный
	1	**2**	**3**
1. Открытый	1	2	3
2. Относительно открытый	2	4	6
3. Умеренный	3	6	9
4. Относительно рестриктивный	4	8	12
5. Рестриктивный	5	10	15

Источник: Trade Liberalization in IMF-Supported Programs. – IMF: Wash., 1998. – P. 32–35.

средневзвешенного тарифа сопряжен со значительными техническими трудностями и вынесением суждения о том, как учитывать статьи импорта, по которым нет информации, либо о размерах импорта определенного товара, либо о тарифах.

2. Классификация режима нетарифных ограничений в одну из трех категорий. Количество категорий меньше, чем количество категорий тарифного режима, поскольку НТО весьма многочисленны и разнообразны и можно только очень приблизительно оценить их рестриктивный эффект. Рейтинг 1 дается стране, в которой вообще практически нет НТО, рейтинг 3 – стране, где их много. Что именно относить к категории НТО, зависит от целей анализа. Например, включение субсидий по производству и экспорту сельскохозяйственной продукции в число НТО превратит торговый режим большинства европейских стран из относительно открытого в весьма рестриктивный.

3. Индекс рестриктивности торгового режима рассчитывается как результат умножения присвоенного стране рейтинга рестриктивности тарифного режима на рейтинг ее НТО. Соответственно, наименее рестриктивный торговый режим в целом получает индекс 1, тогда как наиболее рестриктивный торговый режим – индекс 15.

Цель расчета индекса рестриктивности – обеспечить сравнимость торгового режима между странами. В рамках одной страны он может быть использован в целях мониторинга воздействия мер по либерализации торгового режима на состояние торгового баланса и счета текущих операций в целом. Однако числовое значение индекса ни в коем случае не

должно рассматриваться как окончательный диагноз, поставленный торговому режиму страны. Напротив, это не более чем отправная точка для последующего, более глубокого анализа.

Анализ других компонентов текущего баланса

Подробное изучение причин движений в других статьях текущего баланса важно только в том случае, если эти статьи составляют существенную долю текущего баланса и происходящие в них изменения также существенны. В развитых странах международные движения услуг, доходов и текущих трансфертов весьма значительны по отношению к размерам торгового баланса, но их основные тенденции меняются редко. Напротив, в развивающихся странах эти компоненты могут быть незначительными, но сильно колебаться. В отдельных развивающихся странах, в которых большое количество граждан работают за рубежом или которые имеют высокий уровень внешнего долга, статьи текущих переводов и доходов, соответственно, велики и изменчивы.

Услуги. Представляют собой весьма гетерогенную группу, что делает агрегированный анализ невозможным. В числе услуг особое внимание необходимо уделить динамике транспортных услуг, которая обычно соответствует динамике международной торговли данной страны, если она преимущественно сама осуществляет транспортировку экспортных и импортных грузов, и динамике торговли стран–основных торговых партнеров, если грузы во внешней торговле анализируемой страны транспортируются преимущественно ими. Соответственно, морской транспорт – основной транспорт в международной торговле, и выяснения тенденций его развития обычно достаточно для определения общих тенденций изменения в статье «Транспортные услуги».

В развитых странах Европы и некоторых странах Азии важнейшим компонентом услуг являются поездки, которые включают туризм. Анализ того, от чего зависят в анализируемой стране поступления и расходы от туризма, нередко позволяет получить важную дополнительную информацию об общем макроэкономическом состоянии страны, поскольку туризм обычно резко сокращается с нарастанием экономических проблем, возможности дальнейшего поддержания уровня валютного курса (туризм сокращается, если курс национальной валюты завышен), состоянии дел в сфере услуг, строительстве и общей политической обстановке.

Наконец, еше одной важной для большинства стран статьей услуг являются финансовые услуги, которые статистически включают в основном только платежи банкам, финансовым и страховым компаниям и не включают переводы капитала, за осуществление которых эти платежи взимаются. Такие переводы показываются по финансовому счету. Размер и тенденции движения счета финансовых услуг нередко свидетельствуют о размерах и тенденциях движения капитала по финансовому счету.

Доходы. Анализ движения статей личных доходов (оплата труда мигрантов, находящихся в стране менее года) требует аккуратного разграничения со статьей денежных переводов работников (оплата труда мигрантов, находящихся в стране более года), которая относится к текущим трансфертам. Статистика многих стран либо смешивает две статьи, либо показывает только одну из них, либо называет статьи так, что невозможно понять, идет ли речь о доходах или о текущих трансфертах. Для стран с большим местным населением, находящимся за рубежом (Индия, Пакистан, Китай, Таджикистан, Молдова), перевод личных доходов и личные трансферты – крупная статья поступлений по текущему счету платежного баланса. Разница между двумя типами платежей важна макроэкономически, поскольку предполагается, что мигранты, находящиеся в анализируемой стране больше года, должны производить

затраты преимущественно внутри этой страны и тем самым способствовать увеличению агрегированного спроса. Считается, что такие мигранты переводят за рубеж меньшую долю своего дохода, которая и улавливается в счет оплаты труда платежного баланса. В то же время мигранты, находящиеся в стране менее года, обычно переводят основную часть доходов за рубеж, тем самым создавая дополнительный спрос не в анализируемой, а в других странах, обычно на их родине.

Доходы от инвестиций должны рассматриваться в рамках более широкого анализа состояния внешнего долга. Поскольку доходы на инвестиции – чистая статья, важно выяснить причины ее изменения. Таковых может быть множество. Страна – чистый кредитор имеет положительное сальдо по этому счету, увеличение которого может означать рост поступлений по процентным платежам по займам, предоставленным другим странам, рост уровня процента по займам на мировом кредитном рынке без увеличения уровня кредитования, увеличение объемов зарубежного кредитования при неизменном уровне процента, рост объемов кредитов и процента, изменение условий выплаты процента по наиболее крупным кредитам, перенос сроков оплаты процента и пр. Для стран – чистых должников баланс по счету доходов на инвестиции будет отрицательным. Его рост будет означать наступление срока платежа процентов по основным кредитным линиям, рост стоимости кредита на мировом рынке, рост объема заимствования, в результате чего платежи процента растут из-за увеличивающейся суммы долга.

Интересной для анализа статьей доходов является процент по иностранным валютным резервам. Она обычно показывается только при очень детальном представлении платежного баланса. Размер получаемого процента по резервам, как правило, хранящимся в зарубежных банках, при известной текущей ставке ЛИБОР позволяет приблизительно оценить абсолютный размер резервов, который во многих странах не публикуется. В случае публикации размера резервов его косвенная оценка по величине получаемого на него процента может быть хорошим инструментом проверки правильности данных.

Текущие трансферты. Трансферты, получаемые правительством, – это в основном гранты от зарубежных государств. Колебания этой статьи текущего счета обычно весьма показательны как барометр отношений анализируемой страны с отдельными развитыми странами, которые в основном предоставляют такие гранты, или со странами, близкими по местоположению, идеологии или религии. Трансферты полностью зависят от воли страны-донора их предоставить и весьма часто зависят от внеэкономических соображений. Влияние трансфертов на бюджет и инвестиционную политику принимающей страны может быть весьма существенно и, особенно в случае наименее развитых стран, определять их экономический прогноз.

Динамика частных трасфертов, получаемых от работников, находящихся за пределами страны больше года, служит обычно хорошим показателем адекватности уровня валютного курса. Если приток частных трансфертов неожиданно стал уменьшаться, при том что оценочное число рабочих мигрантов за рубежом – граждан анализируемой страны остается примерно тем же, скорее всего курс национальной валюты завышен и мигранты ожидают его девальвации, чтобы отправить своим родным больше денег в национальной валюте.

Капитальный и финансовый счета

Анализ этой части платежного баланса основан на результатах изучения счета текущих операций. Если текущий баланс – отрицательный, происходит ухудшение чистой инвестиционной позиции страны, и если при этом резервы не меняются или искусственно поддерживают-

ся неизменными, неизбежно встает вопрос об устойчивости притока капитала по капитальному и финансовому счетам. При положительном текущем балансе чистая инвестиционная позиция, соответственно, улучшается.

При анализе капитального и финансового счетов принципиально важным является определение различий между двумя типами потоков:

• *Потоки, создающие долг (debt creating flows),* – международное движение капитала, требующее выплаты основной суммы долга и процента на основе договорных обязательств и приводящее к изменению уровня внешней задолженности страны.

• *Потоки, не создающие долга (non-debt creating flows),* – международное движение капитала, требующее выплаты дивиденда, зависящего от прибыльности инвестиций, и не приводящее к изменению уровня внешней задолженности страны.

Потоки, создающие долг, возникают на основе договора между кредитором и должником, который обязывает должника платить определенный процент по кредиту вне зависимости от эффективности его использования. Потоки, не создающие долга, возникают на основе инвестиционного договора, который не обязывает сторону, принимающую инвестиции, платить определенный процент по ним. Доход инвестора заранее неизвестен и связан с эффективностью и прибыльностью функционирования предприятия. В детальном представлении платежного баланса в таблице 6.1 в счете операций с капиталом и финансовых операций все статьи считаются потоками, создающими долг, кроме прямых инвестиций и части портфельных инвестиций, которые обеспечивают участие в капитале. Анализ потоков, создающих долг, особенно важен, поскольку от состояния внешней задолженности зависит платежеспособность страны.

Анализ потоков, не создающих долга, должен включать следующие компоненты:

• Соотношение различных типов инвестиций в общем объеме потоков, не создающих долга. Прямые инвестиции, в результате которых возникает длительный экономический интерес инвестора к предприятию, считаются наиболее устойчивыми и благоприятными для платежного баланса и макроэкономической ситуации в целом. Портфельные инвестиции в акционерный капитал, хотя и не приводят к росту долга, считаются более изменчивыми, ибо инвестор, не имеющий контроля над предприятием, более рассчитывает на быструю прибыль и может изъять свои инвестиции, если такой прибыли он не получает.

• Институты, являющиеся основным объектом инвестирования. Необходимо определить, какие институты – правительство, органы денежного управления, коммерческие банки или небанковские предприятия – являются преимущественно инвесторами в стране, вывозящей капитал, или принимающей стороной в стране, импортирующей капитал. Это позволит найти ответ на вопрос о распределении функции привлечения и осуществления инвестиций между государственным и частным секторами. В небольших странах важно также определить соотношение между инвестициями, осуществляемыми организациями и частными лицами. Последние обычно более нестабильны.

• Сроки потоков, не создающих долга. Длительный интерес, возникающий в результате прямых инвестиций, может иметь разное определение от страны к стране. Обязательства сроком менее чем на один год считаются наиболее изменчивыми и нестабильными и поэтому их доля в общем потоке финансовых средств, не создающих долга, должна быть обязательно установлена.

Итак, в аналитических целях статьи платежного баланса можно разделить на автономные – находящиеся над чертой в аналитическом представлении платежного баланса и плохо поддающиеся государственному контролю, и неавтономные – резервы, показываемые под чертой,

находящиеся под прямым контролем властей, которые могут использовать их для решения платежных проблем. Текущий баланс можно рассматривать как ресурсный разрыв, как разность между валовым национальным располагаемым доходом и абсорбцией, или как изменение чистой инвестиционной позиции страны. Анализ состояния текущего баланса подразумевает определение степени платежеспособности страны (способность страны генерировать профицит текущего счета, в будущем достаточный, чтобы осуществлять платежи по обслуживанию долга); устойчивости текущего баланса (способность резидентов финансировать дефицит текущего баланса за счет чистого притока капитала и имеющихся международных резервов). Если текущий баланс в дефиците и признан неустойчивым, причины неустойчивости могут быть внутренние (низкие сбережения и высокая абсорбция) или внешние. Если текущий баланс в профиците, это может быть свидетельством крепости экономики, но и может отражать многие ее проблемы, такие как бегство капитала, искусственно низкий валютный курс или рестриктивная импортная политика. Ситуация с текущим балансом должна согласовываться с проводимой политикой валютного курса и в случае обнаружения несоответствия устойчивость текущего баланса должна быть повышена с помощью мер макроэкономической политики. Торговый баланс, как ключевая часть текущего баланса, анализируется наиболее детально.

6. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

Предпосылки прогноза

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 – основных партнеров данной страны в торговле товарами и услугами и движении капитала, является 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.
- Перспективы развития внутренней экономики данной страны, особенно ее экспортных и импортных отраслей, которые во многом определяются состоянием бюджета и направлениями денежной политики. Поэтому прогноз реального, денежного и бюджетного секторов осуществляется до начала прогноза платежного баланса.
- Перспективы развития экономики стран – основных торговых партнеров и партнеров по движению капитала. Обычно такая информация берется из уже опубликованных источников, поскольку при анализе экономики каждой страны отдельно физически невозможно составить параллельно прогноз всех связанных с ней стран.
- Сделать предположение об уровне номинального валютного курса страны на среднесрочную перспективу. Для разумного предположения об уровне и динамике курса в целях прогнозирования платежного баланса необходимо знать, какой режим валютного курса осуществляется в стране, каков был тренд номинального и реального валютного курса в последние годы и является ли целью ЦБ поддержание определенного уровня или тенденции развития валютного курса и уровня резервов.

• 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 регресии. Однако, если страна находится в процессе реформ, любые бихевиористские модели оказываются бесполезными, поскольку соотношения между переменными меняются слишком быстро и часто.

Прогноз платежного баланса сводится к определению стоимостного уровня каждой его статьи на один или несколько временны́х периодов вперед, чаще всего на следующий год, следующие 5 лет или, если необходим поквартальный прогноз платежного баланса при прогнозировании квартальных показателей, – на следующий квартал, конец текущего года и на четыре квартала следующего года. Для определения стоимостного уровня показателя на будущий период (V_{t+1}) необходимо рассчитать отдельно изменение объема (ΔQ), который иногда считается движением показателя в реальном исчислении, и изменение цены (ΔP).

$$V_{t+1} = V_t(1+\frac{\Delta Q}{100})(1+\frac{\Delta P}{100}). \qquad (6.9)$$

Представленный ниже механизм прогнозирования платежного баланса исходит обычно из нескольких ключевых допущений:

• *Малая страна*. Для подавляющего большинства стран принимается следующая предпосылка: экономика 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 влияют на мировые цены (так называемая предпосылка «малой страны»). Мировой спрос на товары малой страны бесконечно эластичен: она может продать на мировом рынке столько товаров, сколько в состоянии произвести для экспорта, не приводя при этом к падению уровня мировых цен. Поэтому прогноз экспорта малой страны может осуществляться только на основе функции его предложения при полном игнорировании факторов, влияющих на спрос. Предпосылка о малой стране не действует только в случае США и Европейского Союза, взятого как единый экономический субъект, и для крупных экспортеров одного товара (нефти – из Саудовской Аравии, какао – из Берега Слоновой Кости или меди – из Чили), которые занимают значительную долю мирового рынка этого товара.

• *Неизменность природно-климатических условий*. Для стран, являющихся крупными производителями, экспортерами или импортерами сельскохозяйственных продуктов, необходимо сделать предположение о том, какая будет погода в будущем году. Этого не знает никто, хотя сезонные колебания чаще всего очевидны и могут быть учтены при квартальном прогнозе. В некоторых случаях могут просчитываться экстремальные ситуации на базе опыта прошлых лет – максимально обильный урожай и урожай при сильной засухе или наводнении.

• *Неизменность политических и иных неэкономических условий в стране*. События военного, политического, институционального характера, хотя и поддаются некоторому прогнозу, обычно не учитываются в качестве входящей информации при составлении прогноза платежного баланса. Принимается предположение, что все эти факторы остаются неизменными. Разумеется, такое предположение более приемлемо в экономически стабильной стране со стабильной политической системой.

• *Дезагрегирование платежного баланса на компоненты*. В зависимости от наличия информации, времени и ресурсов платежный баланс можно прогнозировать по крупным статьям – экспорт, импорт, услуги, движение капитала и т.д. – или по более дезагрегированным позициям – отдельные прогнозы объема и цен, самостоятельный прогноз экспорта и импорта каждого существенного товара или каж-

дой статьи движения капитала. В числе товаров самостоятельный прогноз обычно составляется по сельскохозяйственным и промышленным товарам, нефти и прочим сырьевым товарам. Чем более дезагрегированный подход избран, тем выше точность агрегированного финального прогноза, но тем больше времени и ресурсов требуется на его составление.

В целом приведенная далее методология прогноза лучше всего срабатывает при составлении краткосрочного прогноза для страны с экономикой небольшого или среднего масштаба, диверсифицированной торговлей, мало использующей административные меры регулирования платежного баланса, не осуществляющей существенных структурных реформ и имеющей качественную поквартальную статистику платежного баланса, публикуемую с минимальным лагом.

Экспорт

Прогнозирование объемов экспорта может быть основано на раздельном прогнозировании вывоза товаров, который зависит прежде всего от возможности их произвести в нужном для экспорта объеме и в предположении, что спрос на них за рубежом бесконечно эластичен, и экспорта товаров, который зависит от спроса на них со стороны мирового рынка. Для малой страны делается следующая предпосылка: спрос на мировом рынке на ее экспорт неограничен, кривая спроса горизонтальная, т.е. мировой рынок может приобрести столько ее товаров, сколько страна в состоянии произвести, при этом цены мирового рынка не изменятся. Кривая предложения товаров на экспорт имеет положительный угол наклона и показывает, как по мере роста цены на экспортный товар производство и предложение таких товаров увеличиваются.

Предложение товаров на экспорт может быть оценено на основе следующей функции:

$$x_r^s = \alpha_0 + \alpha_1 y_r^d + \alpha_2 E_{Rb/\$} \frac{P_x}{P_d} + \alpha_3 D_e + \varepsilon, \quad (6.10)$$

где

x_r^s – предложение реального экспорта – объем экспорта, выраженный как индекс физического объема, или номинальная стоимость экспорта, деленная на индекс экспортных цен,

y_r^d – реальный внутренний ВВП страны. Этот показатель улавливает ключевую характеристику, влияющую на реальный экспорт: способность страны производить товары для экспорта. С ростом реального ВВП поставки на экспорт должны увеличиваться. Особенно четко такая корреляция прослеживается в промышленных и сельскохозяйственных странах, где аграрное производство основано на использовании произведенных внутри страны машин, удобрений и прочей промышленной продукции. В качестве статистического показателя используется потенциальный реальный ВВП,

$E_{Rb/\$}$ – номинальный валютный курс, выраженный в количестве единиц национальной валюты за доллар США; используется средний валютный курс за период,

P_x – индекс экспортных цен,

P_d – индекс внутренних цен. Соотношение между ценами, которые производитель может получить от экспорта товара и при его продаже на внутреннем рынке, или между экспортными ценами и издержками производства (чаще всего используется дефлятор ВВП или цена производителя) свидетельствует о стимулах для производителя осуществлять экспорт,

D_e – избыточный спрос, вычисляемый как агрегированный спрос минус потенциальное производство в национальной экономике или приближенно рассчитываемый как реальный ВВП минус трендовый реальный ВВП. При полном использовании факторов производства (полной загрузке производ-

ственных мощностей и отсутствии безработицы) рост избыточного внутреннего спроса в стране ведет обычно к сокращению предложения товаров на экспорт.

В соответствии с данной формулой предложение товаров на экспорт в реальном выражении зависит (со знаком плюс) от соотношения экспортных и внутренних цен на экспортные товары (P_x/P_d) и (со знаком минус) – от реального внутреннего производства (y_r), а также от ряда других факторов, которые улавливаются коэффициентом α_0. Например, опережающий рост экспортных цен по сравнению с внутренними является важным стимулом для роста предложения товаров на экспорт со стороны национальных производителей. Рост экспортных цен может произойти в результате увеличения цен на мировом рынке, девальвации национальной валюты, которая увеличит экспортную цену, выраженную в национальной валюте, по сравнению с внутренними ценами. Уровень внутреннего избыточного спроса входит в уравнение с отрицательным знаком на том основании, что часть экспортируемых товаров, и зачастую весьма существенная, может продаваться на внутреннем рынке, удовлетворяя этот избыточный спрос. Напротив, падение внутреннего спроса обычно побуждает производителей активнее искать зарубежные рынки для своей продукции с целью 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, производящих экспортную продукцию. Однако в большинстве стран таких данных нет, поэтому 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 больше от спроса на них, нежели от способности их произвести (например, нефть). Функцию спроса на национальный экспорт со стороны мирового рынка можно оценить на основе следующего уравнения:

$$x_r^d = \alpha_0 + \alpha_1 y_r^w + \alpha_2 \frac{P_x}{P_w} + \varepsilon, \quad (6.11)$$

где

x_r^d – спрос на реальный экспорт,

y_r^w – реальный мировой ВВП,

P – индекс экспортных цен,

P_w^x – средневзвешенный индекс экспортных цен основных конкурентов.

По формуле 6.11 спрос на экспорт страны зависит (со знаком плюс) от размеров реального мирового ВВП, точнее говоря, от динамики реального ВВП основных торговых партнеров, то есть чем выше темп реального роста в этих странах, тем больше будет спрос на экспорт анализируемой страны, разумеется, при предположении, что поставка товаров на экспорт бесконечно эластична и страна может произвести столько товаров, сколько требуется на мировом рынке. 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. Коэффициет α_0 улавливает все остальные факторы, влияющие на мировой спрос на экспорт данной страны.

Возможны и более механические способы прогноза экспорта, которые применимы, если экспортная структура страны проста или когда нужна грубая, но быстрая оценка размеров совокупного экспорта:

- Прогноз реального экспорта как постоянной доли от реального ВВП. Этот

подход основан на предпосылке о том, что в малой стране размеры экспорта определяются производственным потенциалом экономики. Если реальный экспорт составлял, скажем, 20% от реального ВВП в последние годы, можно принять, что его доля будет такой же и в будущем году. Если реальный ВВП на следующий год y_r^s спрогнозирован на будущий год в рамках анализа реального сектора, стоимость реального экспорта x_r^s можно вычислить по формуле 6.12, приняв $\alpha = 0{,}2$:

$$X_r^s = \mathrm{a}Y_r^s. \qquad (6.12)$$

Разумеется, если наблюдается тенденция к изменению доли реального экспорта в реальном ВВП – она растет или убывает – и можно с большой степенью достоверности предположить, что она сохранится и в будущем году, то долю экспорта на следующий год надо, соответственно, увеличить или уменьшить. Если доля экспорта в ВВП непостоянная, колеблется год от года и никакой определенной тенденции не наблюдается, то долю надо установить как среднее значение за несколько последних лет, обычно 3–5 лет.

• Прогноз реального экспорта на основе анализа тренда. Под анализом тренда понимается простая регрессия исторической стоимости реального экспорта на цифровой ряд 1, 2, 3, 4, 5 и т.д. в зависимости от количества лет, по которому имеются исторические данные по экспорту.

$$x_r^s = \alpha_0 + \alpha_1 Trend. \qquad (6.13)$$

• В наиболее простом случае малой страны, экспортный потенциал которой ограничен небольшим числом товаров, прогноз совокупного экспорта можно построить на основе прогноза экспорта этих товаров. По сути речь идет о применении формулы 6.9. Например, в нефтедобывающей стране объем экспорта в основном зависит от потенциала производства нефти, спроса не нее на мировом рынке и квоты, налагаемой на ее производство или экспорт в соответствии с правилами ОПЕК. Изменение квоты является в основном политическим решением, и ее размер, установленный административно на следующий год, обычно известен. Если решения о квотах еще не приняты в момент составления прогноза, размер квоты на следующий год принимают равным размеру квоты в текущем году. Особенно важно, чтобы мировые цены, используемые при прогнозе платежного баланса разных стран, были одинаковыми. Так, экспорт некоторых других товаров, связанных с нефтью, таких как сопутствующий нефтяной газ, может быть спрогнозирован по тренду нефти. Рост ненефтяного экспорта можно спрогнозировать одним из способов, описанных выше, или просто принять равным росту номинального ВВП в странах, являющихся основными покупателями нефти из анализируемой страны.

Спрогнозированный одним из вышерассмотренных способов реальный экспорт представляет собой прогноз объема (Q в формуле 6.9) экспорта. Для перехода к прогнозу стоимости экспорта прогноз объема надо умножить на прогноз цены (P в формуле 6.9). Прогноз цен заключается в предположении о движении мировых цен на основные товары экспорта анализируемой страны, если таких товаров 4–5, или – о направлении и масштабе изменения ~~ин~~декса экспортных цен этой страны в целом. Прогноз цены на нефть на мировом рынке берется одинаковым для всех стран со скидкой или надбавкой в зависимости от качества национальной нефти. Важно, чтобы предположение о цене нефти было одинаковым для всех стран и взято из авторитетного источника, такого как «World Economic Outlook», издаваемого МВФ. Если платежный баланс составляется и прогнозируется в долларах, изменение курса национальной валюты по отношению к доллару влияет на индекс экспортных цен (см. файл «Глава 6. Решение проблемы 6.5»).

Решение проблемы 6.5. Прогнозирование экспорта

Данный файл содержит пример прогноза экспорта (или импорта) товаров с использованием каждого из основных методов. База данных состоит из:

- Данных за предыдущие годы – официально опубликованных национальными статистическими органами окончательных данных по основным макроэкономическим показателям.
- Данных за прошлый год – оценочных данных, опубликованных статистическими органами или полученных из соответствующих отраслевых министерств, которые могут быть пересмотрены и уточнены в будущем.
- Данных за текущий год – суммы официальных оценочных данных за истекшие кварталы или месяцы текущего года и оценки властями или специалистами возможного развития показателя в последние кварталы или месяцы текущего года.
- Прогноза на будущий год – детальной оценки с использованием всех имеющихся методов наиболее возможного сценария развития торговли в следующем году.
- Среднесрочного прогноза – иллюстративного сценария возможной эволюции торговли в течение ближайших 5 лет.

Показаны четыре основных метода прогноза экспорта, которые с небольшими модификациями могут быть использованы и для прогноза импорта:

- Прогноз реального экспорта как постоянного отношения к реальному ВВП (лист «Отношение к ВВП»): вычисляется доля реального экспорта в реальном ВВП за прошлые годы; устанавливается степень ее стабильности или тенденция роста/снижения; принимается предположение о развитии этой доли в будущие годы; в соответствии с этим предположением вычисляются размеры реального экспорта на будущий период; для перехода к номинальному экспорту оцененные размеры реального экспорта умножаются на прогнозируемый индекс экспортных цен.
- Прогноз реального экспорта по тренду (лист «Тренд»): оценивается коэффициент тренда в корреляции с каким-либо другим макроэкономическим показателем (таким как реальный ВВП) (вариант 1), или тренд оценивается эконометрически (вариант 2), при этом в уравнение обязательно включается свободный член; реальный экспорт прогнозируется по оцененному для данного случая уравнению ($x_r = 3120{,}46 + 21{,}71T$).
- Прогноз по модели (лист «Модель»): оценивается тренд реальный ВВП ($y_r^d = 110{,}38 + 74{,}8T$); рассчитывается избыточный спрос как реальный ВВП минус тренд реальный ВВП; рассчитываются относительные цены как частное экспортных цен и ИПЦ; валютный курс в данном случае фиксирован и принимается неизменным; оценивается модель реального экспорта ($x_r^s = -3695{,}3 + 0{,}39Y_r + 3416{,}2\frac{P_x}{P_d} + 1{,}2D_e$); реальный экспорт прогнозируется по модели.
- Прогноз по товарам (лист «Товары»). Товарная номенклатура экспорта разбивается на четыре главных экспортных товара (нефть, нефтепродукты, алюминий, магний) и все другие экспортные товары. Прогноз экспорта нефти строится как произведение изменения объемов экспорта (который зависит от производственного потенциала страны и ее экспортной квоты на мировом нефтяном рынке) и прогноза изменения цен на нее – отдельно в следующем году (что можно предсказать относительно точно) и на среднесрочную перспективу. Прогноз экспорта нефтепродуктов привязывается к прогнозу экспорта нефти, поскольку динамика цен на нефтепродукты чаще всего следует динамике цен сырой нефти, но динамика объемов может быть различной. Прогноз экспорта алюминия основан на известных от властей страны данных о масштабах расширения его производства в ближайшие годы и предположении о динамике мировых цен на него. Поскольку таких данных

Продолжение

о магнии нет, прогноз исходит из средних темпов роста его экспорта за предшествующие пять лет. Наконец экспорт всех остальных товаров принимается равным темпу роста реального ВВП страны, умноженному на предполагаемое изменение экспортных цен. Прогноз номинального экспорта – сумма прогнозов по отдельным статьям.

В результате составления прогнозов по различной методологии важно выбрать для данной страны наиболее надежный прогноз (лист «Сравнение»). В данном случае все методы дают близкие результаты прогноза и на следующий год. Кроме прогноза по модели, все методы дают также близкие результаты прогноза и на среднесрочную перспективу. Исключая прогноз по модели, для целей прогнозирования платежного баланса можно использовать среднее значение прогнозов экспорта как отношения к ВВП, по тренду и по товарам.

Импорт

В самом простом случае прогноз спроса на импорт основан на предпосылке, что импортирующая страна невелика по размерам и сокращение или рост ее импорта не могут повлиять на уровень мировых цен. Другие страны могут поставить в анализируемую страну любое количество импортируемых ею товаров, ведь кривая предложения импорта – горизонтальная. В этом случае размер импорта определяется преимущественно внутренним спросом на него. Кривая спроса на импорт имеет отрицательный угол наклона и показывает, что со снижением цены импорта спрос на него увеличивается.

Спрос на импорт может быть также спрогнозирован на основе следующей упрощенной формулы:

$$im_r^d = \alpha_0 + \alpha_1 y_r^d + \alpha_2 E_{Rb/\$} \frac{P_{im}}{P_d} + \alpha_3 D_e, \qquad (6.14)$$

где

im_r^d – спрос на реальный импорт – объем импорта, выраженный как индекс физического объема, или номинальная стоимость импорта, поделенная на индекс экспортных цен,

y_r^d – реальный внутренний ВВП страны, показатель спроса на импорт,

$E_{Rb/\$}$ – номинальный валютный курс, выраженный в количестве единиц национальной валюты за доллар США; используется средний валютный курс за период,

P_{im} – индекс импортных цен: дефлятор ВВП или индекс розничных цен в странах – основных торговых партнерах,

P_d – индекс внутренних цен,

D_e – избыточный спрос, т.е. агрегированный спрос минус потенциальное производство в национальной экономике, приближенно вычисляемый как реальный ВВП минус трендовый реальный ВВП.

Уравнение показывает, что импорт в реальном выражении прямо зависит от реального внутреннего ВВП, т.е. фактически роста внутреннего спроса, и 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 внутреннего спроса и, соответственно, 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 удорожает импортные товары в национальной валюте и сокращает 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. Наконец, если расходы внутри страны превосходят потенциальное производство, потребители станут покупать иностранные товары, потому что аналогичных национальных товаров просто не существует. Это увеличит спрос на импорт.

Ценовую эластичность импорта e_{im}, показывающую масштаб изменения объема импорта при изменении относительной цены импорта, можно определить на основе следующей формулы:

$$e_{im} = \frac{\partial Q_{im}}{\partial P_{im}} = \frac{P_d}{Q_{im}}. \qquad (6.15)$$

@ *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.

Как и в случае экспорта, при прогнозе импорта возможно применение и более механических способов прогноза, когда нужна весьма приблизительная, но быстрая оценка:

- Прогноз спроса на реальный импорт как постоянной доли от реального ВВП. Этот подход основан на предпосылке о том, что в малой стране размеры импорта определяются размерами реального внутреннего спроса, динамика которого совпадает с реальным ВВП. Если реальный импорт составлял, скажем, 25% от реального ВВП в последние годы, можно принять, что его доля будет такой же и в будущем году. Если реальный ВВП на следующий год y_r^d спрогнозирован в рамках анализа реального сектора, стоимость реального импорта im_r^d можно вычислить со стороны спроса на него по формуле 6.16, приняв $\alpha = 0{,}25$. Но для этого и реальный ВВП, и реальный импорт должны быть сначала представлены в ценах одного и того же базового года.

$$im_r^d = \beta y_r^d. \qquad (6.16)$$

- Прогноз спроса на реальный импорт на основе анализа тренда. Как и в случае экспорта, под анализом тренда понимается простая регрессия исторической стоимости реального экспорта на цифровой ряд 1, 2, 3, 4, 5 и т.д. в зависимости от количества лет, по которым имеются данные об экспорте.

$$im_r^d = \beta_0 + \beta_1 Trend. \qquad (6.17)$$

При определении количества лет, по которым надо оценивать тренд, лучше всего основываться на том временном периоде, который наиболее близок к настоящему времени, в течение которого прослеживается определенная тенденция.

- В случае небольшой страны, у которой число основных импортных товаров не превышает 4–5, прогноз стоимости импорта может основываться на прогнозе спроса на каждый из товаров. Размеры и динамика импорта во многом зависят от уровня импортных тарифов. Моделирование их изменения является важной частью моделирования импорта (см. файл «Глава 6. Решение проблемы 6.6»).

⊙ Решение проблемы 6.6. Моделирование снижения тарифов

Для оценки возможного влияния снижения тарифов на либерализацию торговли необходимо оценить несколько вариантов снижения, основными из которых являются два: основанный на формуле и на переговорах по каждой тарифной статье. Если вариант снижения тарифов основан на формуле, результат можно просчитать и оценить последствия для текущего баланса. Если снижение основано на переговорах о размере тарифа по каждой статье, воздействие на текущий баланс можно выяснить только постфактум, после того как новые тарифы будут введены. Однако и в этом случае торговые партнеры обычно имеют некоторую цифровую цель, которую пытаются достичь в результате снижения тарифов, например снизить средний уровень тарифа на 15, 50 или 75% или полностью ликвидировать тарифы на определенные товары. На практике при снижении тарифов как на двусторонней основе, так и в одностороннем порядке чаще всего используется совмещенный подход – страны следуют в целом некоторой формуле снижения, тогда как по отдельным тарифным позициям принимаются дискреционные решения об уровне тарифов, основанные либо на договоренности с торговыми партнерами, либо на суждении национального правительства о необходимом уровне защиты той или иной сферы. В целом снижение индивидуальных тарифов на основе формулы приводит к большему общему снижению среднего тарифа по сравнению с подходом, основанным на переговорах по каждой тарифной статье.

В качестве иллюстрации приведем такой пример. Тариф включает всего 25 тарифных линий: тариф, накладываемый на товар 1, составляет 1%, на товар 2 – 2,5%. Начиная с товара 3 тариф растет на 2,5 процентных пункта и достигает 60% на товар 25 (⊙ файл «Глава 6. Решение проблемы 6.6»). Для целей расчета тарифной эскалации примем условно, что товар 5 является промежуточным ресурсом, а товар 13 – товаром с высокой степенью обработки. Основные статистические характеристики такого тарифа следующие: средний уровень – 30,04%, стандартное отклонение – 18,3, количество тарифных пиков – свыше 15–19%, тарифная эскалация – разрыв между тарифом на промежуточный и высокообработанный продукт – составляет 3 раза.

Возможны следующие основные варианты сокращения тарифов:

- *Пропорциональное снижение тарифа* (лист «Пропорциональное сокращение»). Уровень сокращения не зависит от начальной ставки тарифа, а только от произвольно выбранного процента, на который сокращается тариф.

$$t_1 = c \times t_0, \tag{6.18}$$

  где t_0 – уровень тарифа до сокращения, t_1 – уровень тарифа после сокращения и $0 < c < 1$ – постоянный параметр ($c = 0{,}90$ при сокращении тарифа на 10%, $c = 0{,}75$ при сокращении на 25% и $c = 0{,}50$ при сокращении на 50%). Пропорциональное снижение тарифов приводит к одинаковому снижению тарифов на каждый из товаров, сокращению дисперсии тарифных ставок, но вместе с тем к весьма незначительному сокращению числа тарифных пиков и не устраняет тарифную эскалацию.

- *Линейное снижение тарифа.*

$$t_1 = d + c \times t_0. \tag{6.19}$$

Возможны несколько вариантов (лист «Линейное сокращение»): при $d = 0$ линейное снижение тарифов оказывается простым пропорциональным снижением. Линейное снижение тарифа приводит к росту наиболее низких тарифов и сокращению наиболее высоких. Чем выше коэффициент c, тем в большей степени будут сокращены наи-

Продолжение

более высокие тарифы и тем самым устранены тарифные пики и сокращена степень эскалации. Чем выше d, тем глубже сокращение тарифа.

Возможные варианты:

A. Темп сокращения равен начальному тарифу $$t_1 = t_0 \times (1 - \frac{t_0}{100}) \quad (6.20)$$

B. Темп сокращения тарифов увеличивается на постоянную величину $$t_1 = t_0 \times (1 - \frac{t_0 + c}{100}) \quad (6.21)$$

C. Темп сокращения тарифов увеличивается в определенное количество раз $$t_1 = t_0 \times (1 - \frac{d \times t_0 + c}{100}) \quad (6.22)$$

- *Нелинейное снижение тарифа.* Возможны любые нелинейные формулы, наиболее распространенные из которых:

D. Квадратичная $$t_1 = t_0 \times (1 - \frac{t_0^2}{100}) \quad (6.23)$$

E. Квадратичная с уменьшением темпа сокращения тарифа путем деления на константу $$t_1 = t_0 \times \left(1 - \frac{\frac{t_0^2}{c}}{100}\right) \quad (6.24)$$

F. Квадратичная с уменьшением темпа сокращения тарифа путем деления на константу и начальный тариф $$t_1 = t_0 \times \left(1 - \frac{\frac{t_0^2}{c + t_0}}{100}\right) \quad (6.25)$$

G. Швейцарская формула $$t_1 = \frac{at_0}{a + t_0} \quad (6.26)$$

Швейцарская формула получила такое название, так как была предложена Швейцарией во время Токийского раунда переговоров в рамках ГАТТ и использована некоторыми странами для сокращения тарифов. В ней (лист «Швейцарская формула») темп снижения тарифа, определяемый как $R = \frac{t_1 - t_0}{t_0}$, равен

$$R = \frac{t_0}{a + t_0}. \quad (6.27)$$

В соответствии со швейцарской формулой сокращенный тариф оказывается функцией от начального тарифа, который подлежит сокращению и который известен, и некоего параметра a, который может быть установлен по усмотрению сторон, ведущих переговоры. В зависимости от выбранного параметра варьируется глубина сокращения: чем ниже коэффициент, тем выше сокращение всех ключевых характеристик тарифов – простого среднего уровня, дисперсии, количества пиков, эскалации, максимальных ставок. Обычно коэффициент a устанавливается в следующих пределах: $14 < a < 16$, если уровень начального тарифа выражен в процентах. Швейцарская формула сокращает более высокие тарифные ставки в большей степени по сравнению с более низкими.

Услуги, доходы и трансферты

Прогнозирование этой категории счета текущих операций платежного баланса затрудняется из-за того, что, с одной стороны, статистика этих статей в большинстве стран весьма неполная, а с другой – сами услуги, доходы и трансферты являются весьма разнородной комбинацией различных статей. В отличие от торгового баланса в целях макроэкономического программирования совокупный прогноз торговли услугами можно делать только по наиболее значимым для данной страны типам услуг. Их необходимо разбить на отдельные статьи и прогнозировать поступления и платежи по услугам отдельно.

К наиболее простым способам прогнозирования отдельных, наиболее крупных статей относятся 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 или просто принята как постоянная доля от импорта. Также платежи за транспортные услуги могут расти темпом, равным темпу роста импорта. В тех странах, где нет статистики расходов на транспорт и страхование, их примерный размер можно установить по так называемому СИФ/ФОБ фактору (CIF/FOB factor) – соотношению цены импорта, обычно исчисляемой на базе цены товара плюс расходы на страхование и фрахт, и импортной цены того же товара на базе цены, 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.

Поступления от поездок T_{credit} в анализируемую страну зависят от динамики уровня реального дохода в зарубежных странах, откуда приезжают туристы y_r^f, изменения соотношения внутреннего уровня цен P_d с учетом изменения валютного курса $E_{Rb/\$}$ и уровня цен в странах, откуда приезжают туристы P_f (уравнение 6.28).

$$T_{credit} = \alpha_0 + \alpha_1 y_r^f + \alpha_2 \frac{P_d / E_{Rb/\$}}{P_f}. \quad (6.28)$$

Коэффициент α_1 характеризует эластичность поступлений доходов от туризма и является положительной величиной – чем выше доход в зарубежных странах, тем больше туристов оттуда приедут в анализируемую страну. Обычно эта эластичность весьма высока – от 2 до 4 и более (при росте дохода на 1% люди склонны тратить на туризм на 2–4% больше). Коэффициент α_2 характеризует эластичность поступлений от туризма, исходя из относительного уровня цен, и является отрицательной величиной – чем дороже становятся отели и рестораны в анализируемой стране при переводе цен из национальной валюты в доллары по отношению к стоимости аналогичных услуг в странах, откуда приезжают туристы, тем меньше туристов приедут в анализируемую страну. Обычно этот коэффициент составляет от –0,4 до –0,7 (при росте цены национальных услуг относительно

их цены в зарубежных странах на 1% поступления от туризма сокращаются только на 0,4–0,7%). Коэффициент α_0 улавливает все остальные факторы, влияющие на поступления от туризма.

Симметричным образом платежи местных туристов, выезжающих за рубеж T_{debet}, зависят от динамики дохода внутри страны T_r^d и соотношения между зарубежными ценами, переведенными в национальную валюту, и ценами внутри анализируемой страны.

$$T_{debet} = \beta_0 + \beta_1 y_r^f + \beta_2 \frac{P_f / E_{Rb/\$}}{P_d}. \quad (6.29)$$

Абсолютный размер эластичности платежей по доходу в большинстве стран значительно ниже, чем по поступлениям, – порядка от 1 до 1,2. Эластичность платежей по относительным ценам сопоставима с поступлениями: от –0,4 до –0,7.

В идеале в качестве индексов цен должны использоваться секторальные индексы цен на услуги отелей и ресторанов. Если таких данных нет, применяется дефлятор ВВП, но не индекс потребительских цен (ИПЦ), поскольку отели и рестораны – услуги неторгуемые, тогда как ИПЦ включает цены импортных товаров. Суммарный доход стран, откуда приезжают туристы, должен рассчитываться как взвешенная величина, где весами выступает доля туристов из каждой страны в совокупном количестве туристов, посещающих данную страну. Все показатели должны оцениваться как в настоящем времени, так и с лагом, по крайней мере в один период – 1 год или квартал, если платежный баланс составляется поквартально. Решение предпринять туристическую поездку в текущем году может быть основано на доходе, полученном в прошлом году, и информация об относительном подешевлении курортов в связи с изменением относительных цен или валютного курса может достичь туристов с некоторым опозданием.

• *Доходы от инвестиций.* Чистые доходы от инвестиций являются разностью валовых доходов от инвестиций за рубежом и выплатой процентов по внешнему долгу в пользу иностранных государств. Валовые доходы от инвестиций прогнозируются на основе данных об изменении 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 LIBOR 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. Наиболее важным точное прогнозирование этой статьи является 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.

Для прогнозирования поступлений инвестиционного дохода надо знать размер имеющихся у анализируемой страны иностранных активов, процентную ставку, которую страна получала по этим активам в прошлый период, и принять предположение о возможном изменении активов в течение прогнозируемого периода и уровне процентной ставки по ним. Эконометрически инвестиционный доход можно оценить по формуле:

$$I^y_{credit} = \alpha_0 + \alpha_1 i \Delta FA_t + \alpha_2 \Delta i FA_{t-1}, \quad (6.30)$$

где

I^y_{credit} – инвестиционный доход, только полученный процент по иностранным активам. Движение самих иностранных активов показывается по финансовому, а не текущему счету платежного баланса;

i – ставка процента. Если данных о процентной ставке за прошлый период нет, в качестве приближенного

значения могут приниматься процент по трехмесячным долговым обязательствам США, ЛИБОР или их среднее значение. Сюда добавляется спред – вычисленная за предыдущий период разница между ЛИБОР и процентом, получаемым страной по ее иностранным активам;

FA – иностранные активы страны. Могут совпадать с резервами ЦБ, а могут существенно их превосходить, если находятся на счетах министерства финансов, государственного инвестиционного агентства или за рубежом.

Формула 6.30 показывает, что поступление инвестиционного дохода зависит от процентной ставки, которую страна получает по имеющимся запасам иностранных активов, накопленным в предыдущий период, и от их изменения в течение текущего периода.

Для прогнозирования платежей по внешней задолженности необходимо иметь данные об абсолютных размерах внешнего долга страны на конец прошлого периода, уровне процента, который выплачивался по нему, а также, исходя из прогноза движения ссудного капитала в платежном балансе, рассчитать изменение долга на ближайшую перспективу и принять предположение о размере процентной ставки, которую надо будет платить по нему.

$$I^{y}_{debet} = \beta_0 + \beta_1 i\Delta D_t + \beta_2 \Delta\ iD_{t-1}, \quad (6.31)$$

где

I^{y}_{debet} – платежи инвестиционного дохода за рубеж, то есть выплата процента по внешней задолженности; потоки платежей по основной части внешней задолженности отражаются в финансовом счете платежного баланса,

D – номинальный остаток внешнего долга,

i – процент, выплачиваемый страной по внешней задолженности. Оптимально ставка процента должна быть также смоделирована, поскольку процент может быть разным в зависимости от валюты деноминации долга, сроков погашения каждого займа, льготных периодов, предусмотренных в долговых соглашениях, в течение которых процент не выплачивается, соотношения займов на рыночных и на льготных условиях в заемном портфеле. Для слаборазвитых стран, которые получают основную часть займов на более льготных, чем рыночные, условиях, необходимо дисконтировать расчетную ставку до 0,5–1%.

В уравнениях 6.30 и 6.31 корреляция с лаговым значением запасов иностранных активов и долга, соответственно, должна быть сильнее, чем с его изменением в течение текущего периода, поскольку доходы на иностранные активы получаются и проценты по внешнему долгу выплачиваются в текущем периоде, а начисляются на запасы предыдущего периода.

• *Переводы.* Статьи переводов текущего счета, связанных с оплатой 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. В то же время 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 оставаться в принимающей стране несколько лет. Переводы мигрантов могут увеличиваться темпами,

близкими к темпам роста реального ВВП развитых стран, поскольку реальные доходы мигрантов должны коррелировать с ростом реальных доходов тех стран, где они работают. 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. При отсутствии таких данных можно предположить, что размер получаемых из-за рубежа грантов останется неизменным. 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.). Поэтому прогнозирование импорта по этой статье зависит от размеров государственных расходов на оборону и может приниматься во многом равным определенной доле расходов бюджета на военные нужды.

Финансовый счет и счет движения капитала

Прогноз показателей счета движения капитала также составляется по компонентам. Движение капитала включает приток – отток прямых инвестиций, портфельных инвестиций, другого долгосрочного и краткосрочного капитала. Капитал может также подразделяться на государственный и частный и на различные типы кредитов. Последнее особенно важно, поскольку движение капитала обычно связано с различными формами экономической деятельности. Например, прогноз торговых кредитов может быть осуществлен, 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.

- *Прямые инвестиции.* Прогноз обычно основан на экстраполяции тенденции 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 макроэкономики, благоприятные прогнозы роста, открытие новых залежей природных ресурсов и многие другие. В странах со стабильной макроэкономической обстановкой чистое движение прямых инвестиций можно принять равным их среднему значению за последние 3–5 лет.
- *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 означает, 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. При прогнозе портфельные инвестиции важно разделить на вложения в акции, то есть в собственность, не создающую долга, и вложения в облигации, создающие долг.

• *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. В то же время намерения стран-партнеров по предоставлению межгосударственных кредитов и грантов могут быть важны для получения более полной картины движения долго- и среднесрочного капитала. Прогноз равен разности сумм получаемых новых займов (*drawings*) и выплат основных сумм по займам, полученным ранее (*amortization*). Как получение, так и выплаты надо разделить на правительственные и неправительственные, что позволит составить более четкую картину динамики государственного и негосударственного долга. Правительственные займы и амортизация обычно прогнозируются в рамках бюджета и достаточно хорошо известны на среднесрочную перспективу. Неправительственные займы и амортизация могут быть оценены как неизменный процент от номинального ВВП.

• *Краткосрочный капитал*. Прогноз его движения строится, как правило, на прогнозе развития экспорта и импорта, поскольку в основном это торговые кредиты, предоставляемые на срок от 3 до 12 месяцев. Прогноз темпов роста краткосрочного капитала может следовать темпу роста номинального импорта, оцененного выше.

В прогнозе счета движения капитала важно различать потоки капитала, создающие внешнюю задолженность, и потоки капитала, не создающие внешней задолженности. К потокам, создающим внешнюю задолженность, относятся все займы и кредиты, получаемые как правительством, так и частными компаниями. В потоки капитала, не создающие внешней задолженности, входят прямые и портфельные инвестиции в акции, 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.

Финансирование

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.). 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.

Изменение резервов должно быть обратной величиной сумме изменений всех статей платежного баланса, находящих-

ся над чертой, в его аналитическом представлении. Поэтому изменение резервов может рассчитываться как остаточная величина. Но прогнозирование резервов осложняется тем, что реально балансирующей статьей платежного баланса в прошлом периоде являются «чистые пропуски и ошибки», находящиеся над чертой, тогда как изменение резервов ЦБ под чертой точно известно. При прогнозировании изменение «чистых пропусков и ошибок» берется равным нулю; пропуски и ошибки не прогнозируются и балансирующей статьей становятся резервы.

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 обычно в дефиците из-за большого дефицита по статьям услуг и трансфертов. Финансироваться этот дефицит должен за счет такого же (с обратным знаком) положительного сальдо движения капитала. Однако в подавляющем большинстве случаев чистого притока капитала недостаточно, и платежный баланс в целом все-таки оказывается отрицательным. В теории отрицательное сальдо платежного баланса должно финансироваться за счет сокращения резервов. Однако размеры резервов, так же как их изменение из года в год, известны. Это изменение никогда не совпадет по величине с цифрой отрицательного сальдо платежного баланса, которое оно должно финансировать. Разность относится на счет «чистых пропусков и ошибок».

Поэтому прогноз резервов ЦБ осуществляется на основе прогноза каждого из его компонентов, а не как остаточная величина в платежном балансе. 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. Статья в большинстве стран неизменна.

• *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 получения ею СДР в будущем. Однако, учитывая, что СДР составляют всего 3% международных резервов, их величину в резервах страны в краткосрочной перспективе можно вполне принять постоянной.

• *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 (*currency board*) нередко законодательные или исполнительные органы директивно устанавливают, что резервы иностранной валюты не могут быть меньше некоторой определенной величины, например 100% наличных денег в обращении. Прогнозирование валютных резервов 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. Эта статья резервов реально может изменяться и является основным источником финансирования платежного баланса.

• *Использование кредита МВФ.* В случае, если иностранной валюты в распо-

ряжении ЦБ недостаточно или ее использование в больших масштабах для финансирования платежного баланса нежелательно, поскольку это подорвет доверие к стабильности валютного курса, единственной реально финансирующей статьей, остающейся в распоряжении правительства, оказываются кредиты 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, то есть показываются как изменение резервов. Прогнозирование этой статьи основано на информации о переговорах между страной и МВФ о предоставлении ей одного из имеющихся видов кредитов. При отсутствии переговоров показатели этой статьи резервов можно принять постоянными – равными взносу страны в капитал МВФ, если страна никогда не пользовалась его кредитами, и 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. Кредит МВФ показывается в платежном балансе под чертой и добавляется одновременно в активы и пассивы ЦБ и поэтому не ведет к увеличению резервных денег.

Прогнозирование валютных резервов правительства, которые в большинстве случаев известны только высшим государственным чиновникам, – вопрос 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 услуг в соответствии со следующей формулой:

$$\varepsilon = \frac{R_{CB} + FA_g}{IM} \times 12, \qquad (6.32)$$

где

ε – коэффициент отношения резервов к импорту за месяц,

R_{CB} – валовые иностранные активы ЦБ,

FA_g – валовые иностранные активы правительства,

IM – номинальная годовая стоимость импорта товаров и нефакторных услуг.

Ситуация с платежным балансом, даже если он дефицитный, считается нормальной, если страна располагает резервами, достаточными для оплаты импорта товаров и нефакторных услуг на протяжении 3–4 месяцев, даже если все остальные источники финансирования импорта окажутся недоступными. Падение этого соотношения может свидетельствовать о надвигающихся проблемах с оплатой внешних обязательств.

Практические советы

До начала прогноза во избежание траты времени необходимо обратить внимание на ряд принципиально важных параметров аналитического представления платежного баланса. Вот несколько практических советов:

Валюта прогноза. В какой валюте – в национальной или в долларах – нужно составлять и прогнозировать платежный баланс? Прогноз в национальной валюте проще, поскольку не нужно принимать допущений об изменении курса в среднесрочной перспективе. Однако прогноз в долларах полезнее с практической точки зрения, ибо иностранные платежи осуществляются и рассчитываются большинством стран в долларах.

Периодичность данных. Какова периодичность данных платежного баланса? Если, как и в большинстве стран, платежный баланс составляется ежегодно, он может прогнозироваться только на годовой основе. В развитых странах платежный баланс составляется поквартально и должен прогнозироваться поквартально. Годовая и квартальная динамика практически всех статей платежного баланса различна. Чем выше периодичность данных, тем выше надежность прогноза, тем больше вероятность уловить сезонные колебания. Но тем выше и затраты времени и усилий на его составление. Необходимо вынести суждение относительно того, насколько квартальная динамика важна для макроэкономической ситуации анализируемой страны, и, соответственно, осуществлять квартальный прогноз при больших затратах энергии или годовой прогноз – при меньших затратах.

Поступления/платежи и нетто-прогноз. Платежный баланс необходимо составлять и прогнозировать постатейно, отдельно – поступления и отдельно – платежи. Ключевые статьи экспорта и импорта товаров и услуг, которые отвечают за значительную долю (порядка 30%) движений по данной группе статей, должны также показываться отдельно. Агрегирование затем осуществляется путем простого суммирования прогнозов по отдельным статьям, что значительно облегчит последующую интерпретацию полученных суммарных данных. Такое представление поможет ответить на вопрос, почему прогнозируется снижение экспорта, хотя по всем статьям, кроме одной, экспорт растет. Эта одна статья может изменить весь тренд. Прогнозирование на агрегированном уровне, без выделения ключевых товаров (например, импорта в целом или поступлений за экспорт услуг в целом) также возможно, если ставится задача получения быстрой оценки тренда. Составление нетто-прогноза (поступления минус платежи) также возможно при четком понимании того, что все тренды в движении поступлений и платежей предполагаются неизменными, что является очень сильным допущением (чистые переводы мигрантов как росли в прошлом, так и будут расти в среднесрочной перспективе). Особенно прогнозирование нетто-движений применимо для финансовых потоков, прочего капитала, о котором обычно известно очень мало. И за исключением данных о двух-трех крупных торговых кредитах, о которых промелькнет информация в газетах, что-либо конкретное установить невозможно.

Предшествующие годы. Исходные данные за как можно большее количество предшествующих лет должны быть окончательными. Тем не менее, необходимо оценить вероятность того, что они будут пересмотрены. Окончательный характер данных крайне важен, ибо на их основе должны оцениваться эконометрически существующие в экономике функциональные зависимости. Если после завершения этого весьма трудоемкого процесса исходные данные неожиданно будут опять пересмотрены, труд прогнозиста будет потрачен зря. В файле «Глава 6. Решение проблемы 6.7» показаны данные за 14 предшествующих лет, которые считаются окончательными, хотя предпочтительнее иметь окончательные данные минимум за 20 лет или 20 других временны́х периодов (кварталов, месяцев), на что можно рассчитывать только при анализе платежного баланса в развитых странах. Данные о состоянии платежного баланса за прошлый (истекший) год, даже если они уже опубликованы, никогда нельзя считать окончательными – они наверняка будут

пересмотрены. Поэтому предшествующий год лучше всего исключать из эконометрической оценки, но учитывать при вынесении суждения о надежности оцененных соотношений.

Прошлый год. Данные за минувший год, тем не менее, необходимо тщательно выверить. Лучше всего пройтись по каждой строке платежного баланса и сравнить зафиксированные в нем показатели с данными отчетности, откуда они получены: экспорт и импорт – с данными таможенных органов, движение капитала – с данными ЦБ, движение государственных займов – с данными бюджета и пр. Наверняка будут обнаружены расхождения, что необязательно означает ошибку. Важно определить, какие пересчеты были сделаны при внесении данных в платежный баланс. Чаще всего расхождения между источником и платежным балансом возникают при пересчете из бюджетного года в календарный из-за конвертации данных с использованием валютного курса на конец периода и среднего курса за период исключения отдельных компонентов (стоимости транспорта и страховки из данных по импорту) и их включения в другие статьи платежного баланса, смешения кредитов, подписанных в течение года, с кредитами, предоставленными в течение года.

Текущий год. Данные за текущий год являются неполными. Предварительные данные могут быть получены только за несколько первых месяцев или кварталов и касаться преимущественно торговли товарами и движения государственного капитала, где таможенная и бюджетная отчетности собираются на месячной основе. Все остальные статьи должны быть оценены. Составление платежного баланса текущего года – ключевой элемент прогноза, его база. Данные за текущий год лучше даже не пытаться прогнозировать эконометрически. Наиболее надежный способ – обратиться к тем, кто непосредственно связан с типами деятельности, которые улавливаются в платежном балансе. Например, таможня обычно хорошо представляет себе текущий объем и месячную динамику импорта, нефтяные, газовые и другие компании – спрос и цены на продукцию их экспорта, казначейство – объемы получения возможных дополнительных займов и грантов до конца года и т.д.

Будущий год. Максимально точная оценка основных статей платежного баланса на будущий год обычно может быть основана на информации, имеющейся в краткосрочных программах развития, бюджете, других планах официальных органов, а также внутренних планах развития ключевых для экономики компаний частного сектора и банков. Прогноз на будущий год составляется только после того, как закончено прогнозирование текущего года, ибо конец текущего года является отправной точкой прогноза будущего года. При составлении прогноза на следующий год необходимо вынести предварительное суждение о реалистичности планов правительства и согласиться с оценками бюджета и программы развития или пересмотреть их соответствующим образом.

Среднесрочный прогноз. Представляет собой базовый сценарий (*base line*) на 5 лет, включая будущий год, если особых изменений в экономической политике не предвидится, или сценарий, основанный на этом базовом сценарии, но отличающийся от него на некоторую величину по главным параметрам, если такие изменения планируются. В первом случае среднесрочный прогноз – не более чем иллюстрация того, как будет развиваться ситуация с платежным балансом, если политика страны и все внешние обстоятельства останутся такими же, как и в текущем году. Во втором случае прогноз представляет собой иллюстрацию возможной реакции параметров платежного баланса на планируемые на будущий год меры экономической политики. В обоих случаях возможно составление альтернативных сценариев, представляющих собой анализ чувствительности платежного баланса к изменению одного или не-

скольких важных экзогенных показателей. Обычно такими показателями выступают цены на главные товары экспорта или импорта (цены на нефть), процентная ставка (в странах с большим уровнем внешней задолженности), валютный курс и товарные шоки (засуха).

Принципы построения. Статья платежного баланса «*Баланс в целом*» никогда не рассчитывается: он просто всегда приравнивается к резервным активам ЦБ с противоположным знаком. Эта кажущаяся аналитическая нелогичность связана с наличием неизбежных пропусков и ошибок, которые не позволяют точно рассчитать платежный баланс как остаточную величину. В то же время движение резервов ЦБ, которые являются балансирующей статьей, хорошо известно из баланса ЦБ и по определению должно равняться балансу в целом. Кроме того, в прогнозе платежного баланса принципы аналитического построения части, содержащей действительные данные за исторический период (предшествующие годы и прошлый год), и прогноз (текущий год, будущий год и среднесрочный прогноз) разные. В исторической части балансирующей (остаточной) статьей выступают пропуски и ошибки; в прогнозной части остаточной статьей являются прочие движения капитала, показываемые нетто.

Чистые ошибки и пропуски. Это остаточная статья платежного баланса за прошедший период. На текущий и следующий годы и в рамках среднесрочного прогноза – это непрогнозируемая статья. В прогнозной части платежного баланса она просто приравнивается к нулю – ошибки не прогнозируются. Это чистая статья платежного баланса, означающая наличие ошибок и пропусков как в поступлениях, так и в платежах по любым другим статьям как текущего, так и финансового счета. Если чистые ошибки и пропуски – статья отрицательная, больше ошибок имеется в платежах, если положительная – в поступлениях. Негласное правило: чистые ошибки и пропуски приемлемы для целей анализа и прогноза, если они невелики относительно величины экспорта, сокращаются по абсолютным размерам из года в год и имеют переменный знак (плюс – в один год и минус – в другой). Следующие три характеристики статьи чистых ошибок и пропусков особенно важны для анализа:

- Относительный размер движений средств по этой статье. Если эти суммы составляют не более 5% от экспорта в среднем за последние годы, систему учета платежного баланса можно считать приемлемой. В отдельные годы уровень ошибок и пропусков может быть значительно выше среднего уровня. Данные по этим годам надо проверить – возможна ошибка. Если чистые ошибки и пропуски в среднем за несколько последних лет стабильно превышают 5% экспорта, процедура составления платежного баланса нуждается в серьезном улучшении.
- Знак показателя чистых ошибок и пропусков. Чистые ошибки и пропуски в последние годы могут быть в платежном балансе положительными, отрицательными или представлять собой некоторую комбинацию положительных и отрицательных величин. С аналитической точки зрения постоянство знака намного лучше, чем его переменчивость. Положительный знак показателя чистых ошибок и пропусков намного лучше отрицательного. Стабильность положительного знака означает стабильный приток финансовых ресурсов, не учтенных надлежащим образом в соответствующих статьях платежного баланса. Недостатки учета обычно не носят характера системной проблемы, ибо в интересах любой правительственной или частной организации знать масштабы получаемых из-за рубежа средств. Отрицательный знак чистых ошибок и пропусков означает неучтенный отток финансовых ресурсов из страны, который в подавляющем большинстве случаев является бегством капитала. Отток капитала может умышленно скрываться от учетных органов и носить

криминальный характер. Единственная его приближенная оценка – размер отрицательных чистых ошибок и пропусков в платежном балансе.

• Тренд чистых ошибок и пропусков. Отсутствие тренда – роста или сокращения – лучше, чем его наличие. Также очевидно, что тренд сокращения лучше тренда роста. Если в чистых пропусках и ошибках за прошлый период наблюдается какой-то определенный тренд, это чаще всего означает проблему с классификацией в статьях движения финансовых ресурсов платежного баланса: движения ресурсов по какой-то статье периодически неправильно классифицируются или вовсе опускаются, в результате чего они улавливаются в чистых ошибках и пропусках. Эта классификационная проблема должна быть решена перед началом прогноза. Хаотичное движение чистых ошибок и пропусков чаще всего является свидетельством того, что это действительно ошибки и пропуски, а не проблема классификации. Разумеется, с улучшением практики составления статистики платежного баланса абсолютный размер чистых ошибок и пропусков должен становиться меньше.

• Перенос чистых ошибок и пропусков в другие статьи финансового счета. При приравнивании чистых ошибок и пропусков к нулю в прогнозе платежного баланса эта статья перестает быть остаточной, балансирующей величиной. Поскольку платежный баланс по определению должен равняться нулю, в прогнозируемый период в качестве остаточной обычно берется статья движения прочего капитала в финансовом счете. Важно, чтобы размер и тренд остаточной статьи прочего капитала были сопоставимы на прогнозный период с размером и трендом статьи чистых ошибок и пропусков в течение предшествующего периода.

Проверка на статистическую правильность. Три основных принципа проверки особенно важны при практическом прогнозировании: непрерывная проверка правильности статистических тождеств; избегание излишних формул и связок (*links*); немедленное исправление циркулярности[1], т.е. ситуации, когда показатель через систему взаимосвязанных формул оказывается зависимым от самого себя. Придание механическому прогнозу экономического смысла нельзя начинать до тех пор, пока технически он не составлен правильно.

• На каждом этапе составления аналитического представления платежного баланса и его прогнозирования необходимо проверять правильность соблюдения статистических тождеств. Наиболее простой способ сделать это – ввести в таблицу проверочные линии как разность между суммой всех статей и суммой каждого из их индивидуального компонента. Эта разность по определению должна быть равна нулю (текущий баланс минус компоненты = 0, экспорт минус компоненты = 0 и т.д.). В аналитическом представлении платежного баланса платежи за рубеж должны показываться со знаком минус, поскольку это отток средств. Тогда чистый баланс по каждой статье является суммой. Иногда, тем не менее, они показываются со знаком плюс; тогда чистый баланс является разностью. Особое внимание надо обратить на правильность знаков при расчете тождеств, которые включают изменения в резервных активах, поскольку, находясь под чертой в платежном балансе, они показываются с противоположным от реального знаком (минус означает рост).

• Окончательные исходные данные по индивидуальным статьям за прошлый период показываются в таблице баланса в виде цифр, а не формул. Например, экспорт металлов составил в прошлом году 100 млн. долл. (это окончательная цифра из статистических органов), а не 100 млн. стоимости экспорта, показанной как 0,5 млн. т металлов × 200 долл.

[1] В программировании зацикливанием (*circulanty*) называется ситуация, в которой бесконечное число раз выполняется какой-либо участок программы.

за тонну. Формулы должны быть сохранены по всем расчетным линиям предшествующего периода как гарантия поддержания правильности вычисления. В прогнозный период все данные должны вводиться в таблицу как формулы, которые позволили бы ясно понять, каким образом оценен тот или иной показатель, какие допущения принимались, и, соответственно, вынести суждение о надежности прогноза.

• При составлении прогноза каждая последующая статья должна вычисляться как остаточная величина: финансовый счет является остаточной величиной, после того как текущий счет и движение резервов спрогнозированы экзогенно; в финансовом счете движение прочего капитала становится остаточной величиной, после того как прямые портфельные инвестиции спрогнозированы экзогенно, и т.д. При таком подходе получение циркулярности – ситуации, когда прогнозируемая переменная ставится в зависимость от самой же себя, – весьма велико. При получении уведомления о циркулярности работу по прогнозированию надо немедленно остановить и устранить ее. Иначе позже найти источник циркулярности будет очень непросто.

Проверка логичности (consistency check). Среднесрочный прогноз платежного баланса, после того как механические и эконометрические манипуляции завершены, должен иметь макроэкономический смысл. Проверка логичности заключается в том, чтобы по таблице среднесрочного прогноза можно было описать потенциально возможные события во внешнеэкономической ситуации страны на несколько лет вперед. И это описание было бы внутренне стройным и согласовывалось бы с ситуацией, которую можно вывести из прогнозов других отраслей. Как минимум:

• жесткие статистические равенства внутри платежного баланса и между платежным балансом и другими секторами должны соблюдаться – платежный баланс с учетом движения резервов должен равняться нулю; изменение резервов, прогнозируемое в платежном балансе, должно равняться изменению резервов, прогнозируемому в балансе ЦБ; получение грантов, показываемое в платежном балансе, должно равняться получению грантов, показываемому в бюджете; выплаты за амортизацию и процентов по государственным займам в платежном балансе должны равняться расходам на эти же цели в бюджете;

• тенденции ключевых взаимосвязанных в рамках платежного баланса показателей должны быть одинаковыми – если прогнозируется рост экспорта, не может прогнозироваться снижение поступлений по транспорту, на котором весь этот экспорт перевозится; если прогнозируется рост притока капиталов, создающих долг, не может прогнозироваться сокращение текущих переводов процентов за рубеж и т.д.;

• тенденции соответствующих статей платежного баланса должны отвечать принятым допущениям о развитии ключевых экзогенных показателей, от которых они зависят. Например, при неизменных объемах экспорта нефти нельзя прогнозировать снижение стоимостного объема ее экспорта, если принимается допущение о росте мировых цен на нефть;

• таблица спрогнозированного платежного баланса должна позволить составить заслуживающее доверие описание внешней платежной ситуации в стране в прошлом, текущем и будущем годах, а также на среднесрочную перспективу. Это описание должно логически сочетаться с описанием ситуации в соответствующие временны́е периоды в остальных ключевых секторах экономики – реальном, бюджетном и денежном (см. файл «Глава 6. Решение проблемы 6.7»).

Решение проблемы 6.7. Прогнозирование платежного баланса в целом

Данный файл содержит аналитическое представление платежного баланса одной из стран. Примерно в такой вид необходимо преобразовать статистическое представление платежного баланса, компилируемое обычно в ЦБ. Прогноз составляется в долларах США, данные ежегодные. Предшествующие годы – данные окончательные, прошлый год – данные предварительные. Текущий год, будущий год и среднесрочный прогноз – данные спрогнозированные. Все принятые допущения перечислены на листе «*Допущения*». Колонка *X* листа «*Платежный баланс*» и колонка *K* листа «*Допущения*», так же как и комментарии к отдельным ячейкам таблицы, содержат дополнительные пояснения. Строки 95–106 проверочные, они всегда должны быть равны нулю. Экспорт страны состоит из нефти, нефтепродуктов, цветных металлов, леса и других продуктов. Импорт состоит из промышленных товаров, сельскохозяйственных и прочих товаров. Пример постатейного прогнозирования:

Прогнозирование торговли товарами

Экспорт нефти: исходная точка – прогноз мировой цены на нефть из «Обзора мировой экономики» МВФ минус скидка на качество национальной нефти, которая принята равной в процентном отношении от реальной скидки, существовавшей в прошлом году, и предполагается неизменной в течение периода среднесрочного прогноза: объем экспорта нефти в баррелях увеличится на 4% в текущем году, но не более чем на 1% в каждый из последующих годов (сказываются ограничения производственных мощностей и квоты на мировом рынке).

Экспорт нефтепродуктов: исходя из реальной стоимости экспорта нефтепродуктов в прошлом году, предполагается, что цена на них будет следовать динамике экспортных цен на нефть местного производства, а объем экспорта останется на уровне прошлого года. Это весьма сильное допущение, поскольку в прошлом стоимость экспорта нефтепродуктов не всегда следовала динамике цен и объемов нефти. Это могло быть связано со многими факторами, включая изменение мирового спроса на отдельные нефтепродукты, изменение объемов их производства, изменение силы конкуренции со стороны других мировых производителей. Поэтому при прогнозе предполагается, что цены на нефтепродукты будут следовать только наполовину темпу изменения цен на нефть.

Экспорт цветных металлов: в условиях отсутствия индекса цен на цветные металлы в целом в качестве приближенного значения используется прогноз цен на алюминий, который занимает весомое место в экспорте цветных металлов анализируемой страны. На основе данных, полученных от национальной ассоциации производителей цветных металлов, спрос на мировом рынке на них будет расти примерно на 2% в год. Поскольку часть производственных мощностей в настоящее время не используется, страна сможет удовлетворить возросший спрос.

Экспорт леса: прогнозировать очень сложно в силу большого разнообразия лесопродуктов и различной динамики цен на них. В данном прогнозе принято допущение о росте экспорта леса на 3% в год в номинальном выражении. Темп роста экспорта промышленных товаров будет соответствовать росту зарубежного спроса на них, который аппроксимируется через реальный ВВП основных торговых партнеров. Их ВВП увеличится на 4% в текущем году и на 3,5% в год в последующий период.

Прогноз импорта промышленных товаров построен на учете внутреннего реального спроса, в отношении которого принимается допущение, что он будет расти на уровне прогнозируемого роста реального ВВП, т.е. 5% в год. В отношении импорта сельскохозяйственных товаров, который практически непрогнозируем, поскольку зависит от

Продолжение

погодных условий в анализируемой стране и странах – ее торговых партнерах, можно предположить, что он будет увеличиваться в соответствии со средним трендом последних 4 лет. Импорт всех других товаров останется неизменным на уровне прошлого года.

Прогнозирование услуг

В анализируемой стране транспортировка экспортных товаров осуществляется преимущественно национальными средствами транспорта. Поэтому тенденция поступления за транспортные услуги прогнозируется по тренду ненефтяного экспорта. Нефтяной экспорт исключается, поскольку транспортировка нефти имеет свою ценовую динамику. Аналогично импортные товары транспортируются преимущественно иностранными перевозчиками. Поэтому динамика платежей за транспортные услуги привязывается к движению стоимостных объемов импорта, но не всего, а только его наиболее стабильной и прогнозируемой части – промышленных товаров.

Поступления по туризму поставлены в зависимость от роста реального ВВП основных партнеров анализируемой страны, при том что цены на туристические услуги предполагаются неизменными. Платежи по поездкам, напротив, зависят от прогноза номинального дохода в анализируемой стране.

Поскольку в прошлом страна не продавала страховые услуги нерезидентам, предполагается, что и в среднесрочной перспективе поступлений за страховые услуги не будет. Платежи за страховые услуги, оказываемые резидентам иностранцами, будут расти по тренду номинального ВВП.

Наконец, движение поступлений и платежей по другим видам услуг в силу их чрезвычайной разнообразности берется лишь за последние четыре года.

Прогнозирование доходов

Тогда как данные об оплате труда работников-мигрантов отсутствуют и принимаются равными нулю на весь прогнозируемый период, прогноз инвестиционного дохода составляется детальный: отдельно по прямым, портфельным и прочим инвестициям, причем последние разбиваются на прогноз дохода ЦБ и правительства, коммерческих банков и прочий доход. Постатейный прогноз основан на следующих допущениях: доходы на портфельные инвестиции будут изменяться быстрее доходов на прямые инвестиции; для страны будет характерен чистый отток портфельных инвестиций, страна будет больше инвестировать, чем получать по прямым и прочим инвестициям; поступления по доходам и платежи у банков останутся примерно сбалансированными, а поступления по доходам и платежи у правительства и ЦБ, хотя и будут расти довольно быстро, останутся незначительными.

Прогноз роста получения доходов по прямым инвестициям привязан к прогнозу роста их объема в финансовом счете платежного баланса. Соответственно прогноз роста выплат доходов за рубеж по прямым инвестициям внутри страны привязан к прогнозу роста объема таких инвестиций в анализируемой стране. Заметим, что знак движения средств по статье доходов на прямые инвестиции в текущем счете и самих прямых инвестиций в финансовом счете противоположный: доход получается на вывезенный капитал и выплачивается на капитал ввезенный.

В случае портфельных инвестиций в платежном балансе нет данных о вывозе и ввозе таких инвестиций – они показаны как чистая величина. Поэтому прогноз чистого движения дохода по портфельным инвестициям привязан к прогнозу чистого движения самих портфельных инвестиций в финансовом счете, где предполагается их рост на 8% в год. По данным дилеров, национальные инвесторы обеспечивают рост прибыли

Продолжение

на свои зарубежные портфельные инвестиции в размере примерно 30 млн. долл. ежегодно. Платежи доходов по портфельным инвестициям внутри анализируемой страны прогнозируются как остаточная величина. Заметим, что в случае чистых портфельных инвестиций знак движения самих инвестиций и доходов по ним также противоположный: вывоз портфельного капитала из страны генерирует приток дохода в страну, и, напротив, ввоз портфельных инвестиций приводит к росту оттока платежей по ним. В данном случае резиденты анализируемой страны являются чистыми экспортерами портфельных инвестиций и чистыми получателями доходов по ним от нерезидентов.

Прогнозирование текущих переводов
Иностранные работники-мигранты будут продолжать переводить большие суммы из анализируемой страны за рубеж – предполагается, что эти платежи будут расти на 7% в год, что представляет собой среднюю оценку роста доходов мигрантов и темпа увеличения их численности. Другие переводы останутся неизменными на уровне прошлого года.

Прогнозирование капитального и финансового счета
Капитальные трансферты спрогнозированы на основе существующих договоров между правительством и зарубежными странами, которые заключены на 5-летний срок. В ближайшие годы анализируемая страна будет получать трансферты на уровне прошлого года. В силу притягательности инвестиционного климата в анализируемой стране делается предположение, что прямые инвестиции за границей будут расти на 5 млн. долл. в год, тогда как внутри страны – на 20 млн. Движение портфельных инвестиций в страну и из страны выглядит очень хаотичным и плохо предсказуемым по компонентам, хотя общий тренд вполне очевиден: страна является чистым экспортером портфельного капитала. Рост чистых портфельных инвестиций прогнозируется на 8% в год. Другие движения капитала прогнозируются как простая остаточная величина. О них известно очень мало.

Пропуски и ошибки не прогнозируются и приравниваются нулю. Баланс в целом также не прогнозируется и приравнивается к движению резервных активов с противоположным знаком.

Прогнозирование резервных активов
Золото не имеет монетарной функции, не показывается в балансе ЦБ и поэтому не прогнозируется. Новых распределений СДР МВФ не планирует, поэтому уровень их запасов полагается неизменным. Позиция в МВФ также полагается неизменной, поскольку страна явно не нуждается в его кредитах для поддержки платежного баланса. ЦБ планирует наращивать валютные резервы за счет приобретения валюты на внутреннем рынке на 2 млрд. долл. в год. Данных о других резервных активах, находящихся в распоряжении страны, в платежном балансе нет.

Заключение
Платежная ситуация в стране является стабильной, хотя и зависит критически от экспорта нефти и особенно нефтепродуктов, и, соответственно, от движения цен на них. Доходы, получаемые от нефтяного экспорта, инвестируются в своей существенной части за рубежом. Страна является крупным экспортером капитала в форме портфельных инвестиций и частных переводов. В прошедший период, за исключением отдельных лет, платежный баланс в целом находится в равновесии.

Прошлый год характеризовался тем, что доходы от нефтяного экспорта финансировали весь товарный импорт, а доходы от экспорта цветных металлов и леса – переводы

Продолжение

за рубеж инвестиционных и личных доходов. Остальные статьи находились в равновесии. Прогноз на конец текущего года связан с наблюдаемым резким ростом (почти на 60%) мировых цен на нефть, которые, значительно повысив доходы от нефтяного экспорта, обеспечат существенное положительное сальдо текущего баланса. В соответствии с преобладающими в стране инвестиционными тенденциями практически весь этот дополнительный приток капитала будет инвестирован за рубежом, поскольку способность национальной экономики быстро поглотить столь существенные новые инвестиции весьма ограниченна, а ЦБ не намерен увеличивать валютные резервы во избежание инфляции.

В будущем году, даже если цены на нефть, как прогнозируется, упадут на 10%, положительное сальдо текущего счета, и весьма существенное, останется, что позволит и дальше нарастить объем зарубежных портфельных инвестиций.

Однако в среднесрочной перспективе при предполагаемой ценовой динамике мирового рынка возможна ситуация, при которой текущий баланс окажется отрицательным и потребует финансирования либо через реверс части портфельных инвестиций из-за рубежа, либо через приток другого капитала, причем в весьма серьезных размерах. В условиях общей макроэкономической стабильности и значительной гибкости потоков капитала отрицательное сальдо текущего баланса не должно составить значительной макроэкономической проблемы. Однако динамика платежного баланса в среднесрочной перспективе должна четко отслеживаться, чтобы зафиксировать поворотный пункт в текущем балансе, который по сделанному прогнозу настанет через два года, и принять меры макроэкономической политики, такие как увеличение процентной ставки, чтобы заблаговременно затормозить отток капитала и при необходимости превратить его в нетто-приток, или снижение валютного курса для форсирования ненефтяного экспорта и сдерживания импорта.

Итак, прогноз платежного баланса строится на базе прогноза экзогенных для анализируемой страны показателей, прогноза ряда ее ключевых эндогенных показателей и принятия предположений об их возможной среднесрочной динамике. Прогноз основывается на окончательных данных за предшествующий период и предварительных данных за прошлый год. Прогноз составляется на конец текущего года и ближайшие пять лет. Прогнозирование осуществляется на дезагрегированном уровне отдельных наиболее значимых статей в стоимостном выражении. Для выявления влияния на платежный баланс отдельно изменений в реальных показателях и ценах желательно прогнозировать объемы и цены с использованием наиболее приемлемых для каждой статьи методов. Этими методами являются: простое предположение о неизменности показателя; использование собранной путем опроса информации о предполагаемой динамике его развития; предположение о постоянстве доли прогнозируемого показателя в ВВП, экспорте или другом макроэкономическом агрегате; сохранение линейного тренда прошлых лет; построение и оценка эконометрической модели. Каждая статья платежного баланса может прогнозироваться со стороны как спроса, так и предложения. Прогноз экспорта и импорта товаров должен быть увязан с прогнозом торговли услугами, которые обслуживают движение товаров. Соответственно прогноз движения услуг, которые обслуживают движение капитала, должен быть увязан с прогнозом движения капитала. Спрогнозированный платежный баланс должен быть статистически корректен и иметь макроэкономический смысл с точки зрения прогноза как внешнего сектора, так и других ключевых секторов экономики.

7. 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. Платежный баланс основывается на системе двойной записи и концепции экономической территории страны, фиксирует сделки между резидентами и нерезидентами, которые должны показываться в рыночных ценах, существовавших на момент заключения сделки, и чаще всего составляется в долларах или в национальной валюте с последующим пересчетом ее в доллары США по текущему рыночному курсу. Платежный баланс интегрирует счета многих секторов и основывается на таможенной статистике, статистике денежного сектора в той степени, в какой она учитывает международные операции, статистике внешнего долга, статистических опросах и статистике операций с иностранной валютой. Стандартный платежный баланс состоит из двух разделов – счета текущих операций, показывающего платежи, возникающие в результате международного движения реальных материальных ценностей (прежде всего товаров и услуг), и счета операций с капиталом и финансовых операций, показывающего источники финансирования движения реальных материальных ценностей, которые включают как потоки капитала, так и национальные валютные резервы.

2. Счет текущих операций является ключевым понятием международной экономики, показывающим, с одной стороны, результат взаимодействия страны с остальным миром в области торговли товарами и услугами, перевода доходов и текущих трансфертов за определенный промежуток времени, и, 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 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, что 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 финансируется текущий баланс. Структурно он включает счет операций с капиталом – группу статей платежного баланса, фиксирующих капитальные трансферты и движение нефинансовых активов, и финансовый счет – группу статей, охватывающих все операции, в результате которых происходит переход права собственности на внешние финансовые активы и обязательства данной страны. В их числе: прямые инвестиции, включающие вложения капитала, которые приводят к устойчивому влиянию прямого инвестора на пред-

приятие прямого инвестирования; портфельные инвестиции, показывающие взаимоотношения между резидентами и нерезидентами по поводу торговли финансовыми инструментами, не дающими права контроля над объектом инвестиций; резервные активы – международные высоколиквидные активы страны, которые находятся под контролем ее органов денежного управления 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 активы и прочие активы. 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, осуществленных в течение этого периода. Чистая инвестиционная позиция показывает соотношение между финансовыми ресурсами, которыми располагает страна, и ее задолженностью перед другими странами.

4. Аналитически возможны три основных варианта проведения черты в платежном балансе. Под торговым балансом: над чертой показывается баланс торговли только товарами, под чертой – все остальные статьи; под текущим балансом: над чертой показывается баланс по всем текущим операциям, под чертой – все остальные статьи; и под балансом в целом: над чертой показывается баланс по всем текущим операциям и операциям с капиталом и финансовым операциям, оставляя под чертой только резервные активы. Критически важным в аналитическом смысле является третий вариант представления платежного баланса, когда черта проводится под балансом в целом, оставляя под чертой только резервные активы. Такое представление позволяет отделить чертой все движения реальных и финансовых ресурсов, которые не зависят от правительства и ЦБ, от движения резервных активов, которые находятся под контролем ЦБ. 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 финансовом счете 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. По данным платежного баланса может рассчитываться ряд аналитических соотношений.

5. В аналитических целях статьи платежного баланса можно разделить на автономные – находящиеся над чертой в аналитическом представлении платежного баланса, плохо поддающиеся государственному контролю, и неавтономные – резервы, показываемые под чертой, находящиеся под прямым контролем властей, которые могут использовать их для решения платежных проблем. Текущий

баланс можно рассматривать как ресурсный разрыв, как разность между валовым национальным располагаемым доходом и абсорбцией, и как изменение чистой инвестиционной позиции страны. Анализ состояния текущего баланса подразумевает определение степени платежеспособности страны (способность страны генерировать профицит текущего счета в будущем, достаточный, чтобы расплатиться по текущему долгу); устойчивости текущего баланса (способность резидентов финансировать дефицит текущего баланса за счет чистого притока капитала и имеющихся международных резервов). Если текущий баланс в дефиците признан неустойчивым, причины неустойчивости могут быть внутренние (низкие сбережения и высокая абсорбция) или внешние. Если текущий баланс в профиците, это может быть свидетельством крепости экономики, но и может отражать многие ее проблемы, такие как бегство капитала, искусственно низкий валютный курс или рестриктивная импортная политика. Ситуация с текущим балансом должна согласовываться с проводимой политикой валютного курса, и в случае обнаружения несоответствия устойчивость текущего баланса должна быть повышена с помощью мер макроэкономической политики. Торговый баланс как ключевая часть текущего баланса анализируется наиболее детально.

6. Прогноз платежного баланса строится на базе прогноза экзогенных для анализируемой страны показателей, прогноза ряда ее ключевых эндогенных показателей и принятия предположений об их возможной среднесрочной динамике. Прогноз основывается на окончательных данных за предшествующий период и предварительных данных за прошлый год. Прогноз составляется на конец текущего года и на ближайшие пять лет. Прогнозирование осуществляется на дезагрегированном уровне отдельных наиболее значимых статей в стоимостном выражении. Желателен также отдельный прогноз объемов и цен с использованием наиболее приемлемых для каждой статьи методов. Эти методы разнообразны, среди них выделяются следующие: простое предположение о неизменности показателя; использование собранной путем опроса информации о предполагаемой динамике его развития; предположение о постоянстве доли прогнозируемого показателя в ВВП, экспорте или другом макроэкономическом агрегате; сохранение линейного тренда прошлых лет; построение и оценка эконометрической модели. Каждая статья платежного баланса может прогнозироваться со стороны как спроса, так и предложения. Прогноз экспорта и импорта товаров должен быть увязан с прогнозом торговли услугами, которые обслуживают движение товаров. Соответственно прогноз движения услуг, которые обслуживают движение капитала, должен быть увязан с прогнозом движения капитала. Спрогнозированный платежный баланс должен быть статистически корректен и иметь макроэкономический смысл с точки зрения прогноза как внешнего сектора, так и других ключевых секторов экономики.

8. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы для повторения

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 составления платежного баланса. В чем преимущества и недостатки каждого из них?

8. На каких 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 услугам 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 от финансового счета в платежном балансе?

14. Что такое капитальные трансферты и в каком счете они учитываются?

15. Дайте определение прямым инвестициям и приведите 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?

27. Каковы возможные варианты проведения черты в платежном балансе? В чем заключаются характеристики каждого из вариантов?

28. В чем заключается различие между автономными и неавтономными статьями платежного баланса?

29. В аналитических целях с каких основных четырех сторон может рассматриваться текущий баланс?

30. Какие ключевые вопросы рассматриваются при анализе текущего баланса?

31. Что понимается под устойчивостью текущего баланса?

32. Каковы наиболее типичные причины неустойчивости текущего баланса?

33. Может ли профицит текущего баланса быть отражением экономических проблем?

34. По какой схеме проверяется соответствие ситуации с текущим балансом с проводимой политикой валютного курса?

35. Каковы основные способы обеспечения устойчивости текущего баланса?

36. На какие параметры торгового баланса необходимо обратить внимание при анализе тенденций его развития?

37. Как рассчитывается индекс нейтральности торгового режима?

38. Как рассчитывается индекс рестриктивности торговли?

39. Каковы основные приемы анализа торговли услугами, движения доходов и текущих трансфертов?

40. В чем заключается различие анализа потоков платежного баланса, создающих и не создающих долг?

41. Какой исходной информацией необходимо обладать для осуществления прогноза платежного баланса?

42. Каковы ключевые предпосылки, на которых строится обычно прогноз платежного баланса?

43. Как прогнозируется экспорт с точки зрения предложения товаров на экспорт?

44. Как прогнозируется экспорт с точки зрения спроса на него?

45. Какие механические способы прогноза экспорта вам известны?

46. Как оценивается спрос на импорт?

47. Что такое ценовая эластичность импорта?

48. Какие механические способы прогноза импорта вам известны?

49. Как моделируется изменение импортных тарифов и каковы основные варианты сокращения тарифов?

50. Как прогнозируется торговля услугами?

51. В чем заключаются принципы прогнозирования статей финансововго счета?

52. Как прогнозируется движение резервных активов?

53. В чем особенности прогноза на конец текущего и следующий годы, а также на среднесрочную перспективу?

54. В чем заключаются особенности анализа и прогноза чистых пропусков и ошибок в платежном балансе?

55. По каким параметрам проверяется прогноз платежного баланса?

Ответы на выбор

56. В платежном балансе транзакции фиксируются:

a. В момент совершения сделки по рыночным ценам.

b. В момент подписания сделки по рыночным ценам.

c. В момент совершения сделки по справочным ценам.

d. В момент подписания сделки по справочным ценам.

57. Доходы от прямых инвестиций включают:

a. Распределенную и нереинвестированную прибыль.

b. Нераспределенную и реинвестированную прибыль.

c. Распределенную и реинвестированную прибыль.

d. Нераспределенную и нереинвестированную прибыль.

58. Чистая инвестиционная позиция страны показывает:

a. Разность иностранных инвестиций на начало и конец периода.

b. Соотношение между финансовыми ресурсами страны и ее задолженностью другим странам.

c. Совокупность финансовых операций, имевших место в течение года между резидентами и нерезидентами.

d. Реальное соотношение финансовых ресурсов страны и ее внешнего долга без учета изменения цен.

59. Проведение черты под балансом в целом в аналитическом представлении платежного баланса позволяет отделить:

a. Движение реальных и финансовых ресурсов, которые не зависят от правительства и ЦБ, от движения резервных активов, которые находятся под контролем ЦБ.

b. Баланс по текущим операциям от остальных статей платежного баланса, его финансирующих.

c. Финансирование чистого потребления товаров и услуг за счет привлечения капиталов, не создающих долга, от финансирования за счет роста задолженности.

d. Финансирование части внутренних инвестиций, которые не могут быть профинансированы за счет внутренних сбережений, от инвестиций, финансируемых за счет внешних источников.

60. Чистые пропуски и ошибки в платежном балансе оцениваются как остаточная величина между:

a. Текущим счетом и счетом движения капитала и финансовым счетом.

b. Балансом в целом и его финансированием.

c. Финансированием и суммой текущего и капитального счетов.

d. Балансом в целом и суммой текущего, капитального и финансового счетов.

61. Текущий баланс не равен:

a. Ресурсному разрыву.

b. Изменению валовой инвестиционной позиции страны.

c. Разности чистого располагаемого дохода и абсорбции.

d. Сумме балансов торговли товарами, услугами, текущих трансфертов и доходов.

62. Неустойчивость текущего баланса проявляется:

a. В неспособности страны финансировать его дефицит за счет чистого притока капитала и имеющихся международных резервов.

b. В низких или недостаточных государственных сбережениях или их полном отсутствии.

c. В высоком уровне его дефицита.

d. В излишнем уровне абсорбции вследствие бума потребления или бума инвестиций.

63. В условиях стабильной макроэкономической ситуации в других секторах поддержание долговременного дефицита текущего баланса возможно при:

a. Фиксированном валютном курсе и полной немобильности капитала.

b. Фиксированном валютном курсе и полной мобильности капитала.

c. Плавающем валютном курсе и полной немобильности капитала.

d. Плавающем валютном курсе и полной мобильности капитала.

64. Следующая мера не будет способствовать решению проблемы дефицита текущего баланса:

a. Девальвация валютного курса.

b. Понижение внутренней процентной ставки.

c. Сокращение внутренних агрегированных расходов.

d. Структурные реформы с целью роста производительности.

65. Спрос на реальный экспорт положительно коррелирует с ростом:

a. ВВП основных стран – торговых партнеров.

b. Реального эффективного валютного курса.

c. Условий торговли.

d. Избыточного внутреннего спроса в анализируемой стране.

66. Механические способы прогноза экспорта и импорта не включают их прогноз:

a. Как постоянной доли реального ВВП.

b. По тренду прошлых лет.

c. По эконометрически оцененной функции спроса.

d. По объему и стоимости экспорта и импорта отдельных ключевых товаров.

67. Проверка подготовленного прогноза платежного баланса на логичность включает:

a. Соблюдение статистических тождеств в рамках платежного баланса.

b. Соответствие тенденций развития связанных между собой статей платежного баланса.

c. Устранение циркулярностей в рассчитанных данных.

d. Приведение платежного баланса к нулю.

Проблемы для обсуждения

68. Справедливо ли следующее утверждение и почему? «Платежный баланс может считаться находящимся примерно в состоянии равновесия, если он статистически близок к нулю, при условии, что отсутствуют существенные ограничения на торговлю и платежи; внешний долг и платежи по его обслуживанию не считаются неприемлемыми (unsustainable); размер резервных активов считается достаточным и поддержание равновесия платежного баланса не связано с чрезмерным ограничением внутренней абсорбции».

69. Статья XII ГАТТ-94 позволяет использовать ограничения на товарный импорт как средство защиты от чрезмерного сокращения валютных резервов. Статья XVIII:9 позволяет развивающимся странам также вводить ограничения на импорт как средство обеспечения поддержания валютных резервов на уровне, адекватном для целей экономического развития страны. С точки зрения макроэкономической эффективности обсудите следующие положения:

a. В некризисный период поддержание ограничений на импорт не может считаться эффективным средством достижения долгосрочной цели роста резервов.

b. В кризисный период, характеризующийся оттоком капитала и быстрой потерей резервов, наилучшая антикризисная политика заключается в быстром разрешении внутренних дисбалансов путем сокращения абсорбции или девальвации валютного курса, а не во введении ограничений на импорт.

c. Развитие кризиса платежного баланса, проистекающего из несбалансированности текущих платежей, может быть приостановлено путем кратковременного введения ограничений на импорт.

d. Потенциальная возможность кризиса платежного баланса, проистекающего из несбалансированности финансовых операций и связанного с резким оттоком спекулятивных портфельных инвестиций, требует поддержания более высокого уровня резервов.

e. В случае использования ограничений на импорт как краткосрочного средства сдерживания ухудшения платежной ситуации страны предпочтение должно отдаваться введению однообразного дополнительного тарифа на все статьи импорта, а не использованию количественных ограничений.

70. В российской прессе в начале 2002 г. встретилось такое рассуждение о влиянии цен на нефть на платежный баланс и экономику США в целом: «ВВП США равен 10 трлн. долл., а его рост – 4% в год. Это означает, что добавленная стоимость, создаваемая за год, – 400 млрд. долл., а за день – чуть больше 1 млрд. долл. Американская экономика потребляет более 20 млн. баррелей нефти в день. А средняя цена на нефть – 25 долл. за баррель. Если ее цена увеличится на 10 долл. – до 35 долл., это съест 200 млн., то есть 20% всей прибыльно-

сти американской экономики! Снижение цены на 10 долл. дает формальный эффект повышения прибыльности американской экономики на 20%. Но на самом деле значительно больше. Дело в том, что свободные деньги (излишек прибыли) начинают работать в экономике с мультипликативным эффектом. Уровень резервирования в американской банковской системе очень низок – всего 10%, и мультипликатор близок к 10. Это означает, что снижение цены на нефть до 12 долл. за баррель дает по отношению к ситуации (когда цена на нефть составляла 32 долл.) эффект дополнительных инвестиций и спроса на сумму порядка 120 млрд. долл. в месяц (20 млн. баррелей × 30 дней × 20 долл. падения цен × 10 – мультипликатор) – эффект, который прямой поддержкой «новой» экономики никак получить нельзя». Ваше мнение.

71. Один из опубликованных анализов внешнеэкономического сектора России в 2002 г. включал следующее утверждение: «2002 г. и особенно его вторая половина оказались неожиданно благоприятным для российских экспортеров. Средняя цена нефти «Urals» по итогам достигла 23,7 долл./барр., а объем экспорта превысил уровень прошлого года и составил 107 млрд. долл. Импорт вырос на 10%, что в полтора раза превысило темпы увеличения внутреннего спроса, при этом лидировал импорт оборудования. Укрепление евро привело к тому, что впервые за многие годы средняя цена импортных товаров не упала, а выросла. Несмотря на опасения увеличения оттока капитала в связи с либерализацией валютного регулирования, он снизился, однако частный сектор так и не превратился из нетто-экспортера в импортера иностранного капитала».

a. Какие последствия имеет превышение темпов роста импорта над темпами роста внутреннего спроса в целом?

b. Какое влияние укрепление евро оказало на торговый баланс России?

c. Какое влияние укрепление евро оказало на движение капитала из/в Россию?

d. Обсудите макроэкономические ошибки и несоответствия, которые вы видите в данном параграфе.

72. При обсуждении тенденции возврата капитала в Россию в прессе в начале 2003 г. встретились следующие предложения: «Добиться же значительной репатриации капиталов можно только в одном случае: если власть решится на их полную легализацию через анонимные счета и экономическую амнистию, не интересуясь происхождением этих средств. Использовать же вернувшиеся средства необходимо для осуществления конкретных экономических проектов, имеющих важнейшее государственное значение. Причем речь идет не об администрировании, а о четком определении точек роста и о создании режима наибольшего благоприятствования для финансирования и кредитования таких проектов. Учитывая значительные размеры российского внешнего долга, представляется целесообразным выдвижение Россией инициатив по направлению части этих средств на погашение внешней задолженности».

a. Как можно примерно установить размеры утечки капитала по данным российского платежного баланса?

b. Как репатриация капитала будет показана в платежном балансе?

c. Какое влияние окажет вложение репатриированного капитала в важнейшие экономические объекты внутри страны на баланс инвестиций-сбережений?

d. Как направление репатриированных капиталов на погашение внешнего долга может быть осуществлено практически и как это будет показано в платежном балансе?

Задачи

73. Как в платежном балансе России будут отражены следующие операции:

a. Приобретение Швейцарским банком российских государственных ценных бумаг на 1 млн. долл.

b. Приобретение администрацией президента 10 автомобилей «Мерседес» по 100 тыс. долл. каждый.

c. Перевод «Газпромом» 2 млн. долл. валютной выручки на счет в Германии.

d. Обучающийся в Москве студент из Йемена покупает билет в «Аэрофлоте» для поездки из Москвы во Владивосток.

e. Российский олигарх приобретает виллу на Лазурном Берегу Франции.

f. Российский банк обменивает 100 тыс. евро на доллары в английском банке.

g. Австралийская благотворительная организация посылает теплые вещи россиянам, пострадавшим от заморозков в Якутии.

74. В начале 2000 года функция спроса на импорт в России была оценена как

$$\Delta im = \underset{(0,04)}{0,17}\, Dum + \underset{(0,73)}{3,82}\, \Delta y_{t-1} + \underset{(0,12)}{0,46}\left(\underset{(0,07)}{0,48}\, y_{t-1} - \underset{(0,19)}{0,51}\, z_{t-1} - im_{t-1}\right),$$

где im – реальный импорт; Dum – импульсная фиктивная переменная кризиса августа 1998 года; y – реальный ВВП, z – реальный эффективный валютный курс (увеличение означает рост реального валютного курса). Все переменные – квартальные, в логарифмической форме. Стандартная ошибка коэффициентов – в скобках. Скорректированное $R^2 = 0,76$, стандартная ошибка регрессии = 0,06, коэффициент DW = 1,9. На базе этого уравнения установите:

a. Как была специфицирована изначальная функция спроса на импорт, по которой производилась эконометрическая оценка?

b. Каковы наиболее значимые факторы, определяющие спрос на импорт? Рассчитайте их t-стоимости.

c. Какова краткосрочная эластичность импорта по реальному ВВП? Что она показывает?

d. Какова долгосрочная эластичность импорта по реальному ВВП? Что она показывает?

e. Какова долгосрочная эластичность импорта по реальному эффективному валютному курсу? Что она показывает?

f. Сколько требуется времени, чтобы ликвидировать 65% отклонения от равновесного состояния импорта в случае шока?

g. Какова долгосрочная предельная склонность к импорту?

75. С сайта ЦБ России (http://www.cbr.ru/statistics/) загрузите платежный баланс России за текущий год в статистическом и аналитическом представлениях.

a. Чем статистическое (нейтральное) и аналитическое представления платежного баланса России отличаются от стандартного статистического и аналитического представлений, описанных в этой главе? Почему?

b. Какая дополнительная информация содержится в аналитическом представлении по сравнению со статистическим представлением?

c. По информации, содержащейся в сносках, определите, какие методологические изменения были внесены в составление платежного баланса в течение последних трех лет. Межгодовая сопоставимость данных по каким важным статьям оказывается в результате под вопросом?

d. Сравните данные по торговле товарами в платежном балансе со статистикой внешней торговли Госкомстата (http://www.gks.ru/). В чем заключаются причины различий между статистикой торговли, рассчитанной по методологии платежного баланса, и статистикой торговли, собираемой таможенными органами?

76. С сайта ЦБ России (http://www.cbr.ru/statistics) загрузите платежный ба-

ланс России за 5 прошлых лет в аналитическом представлении.

a. Проанализируйте тренд текущего баланса в последние годы. Является ли текущий баланс устойчивым?

b. Каково влияние торгового баланса в целом и торговли ключевыми товарами на состояние текущего баланса?

c. За счет каких источников финансируется дефицит баланса торговли услугами и баланса инвестиционных доходов?

d. Является ли государство чистым экспортером или импортером капитала? Являются ли нефинансовые предприятия чистым экспортером или импортером капитала?

e. О чем свидетельствует тренд чистых пропусков и ошибок? Какие другие нестандартные статьи аналитического платежного баланса можно добавить к статье чистых пропусков и ошибок?

f. Совпадают ли тенденции развития отдельных пар статей в рамках платежного баланса, которые должны совпадать? Чем может объясняться несовпадение?

g. Какие показатели платежного баланса заимствованы из государственного бюджета? Совпадают ли они с показателями бюджета за соответствующий год? (См. данные о бюджете на сайте Министерства финансов России http://www.minfin.ru).

h. Какие показатели платежного баланса заимствованы из обзора денежной сферы? Совпадают ли они с данными обзора денежной сферы?

i. Какова тенденция развития валютных резервов России?

j. Назовите статьи платежного баланса России, движение финансовых средств по которым влияет на размер внешнего долга. По данным платежного баланса в последние годы внешний долг увеличивался или сокращался?

k. Сопоставима ли ситуация и тенденции развития ключевых статей платежного баланса России с проводимой политикой валютного курса?

l. Напишите эссе в размере одной страницы, объясняющее текущее состояние платежного баланса России и наиболее вероятные тенденции его развития в краткосрочной и долгосрочной перспективе.

● 77. Файл «Глава 6. Задачи» содержит исходные данные аналитического представления платежного баланса одной из стран.

a. Рассчитайте платежный баланс за предшествующие годы, заполнив все строки, заштрихованные серым цветом.

b. На одной странице опишите платежную ситуацию страны в предшествующий период. Устойчиво ли состояние текущего счета?

c. Используя данные на листе «Допущения», а также другие доступные вам данные о состоянии мировой экономики в текущий момент, спрогнозируйте платежный баланс на конец текущего года и на следующий год.

d. На одной странице опишите свое видение состояния экономики анализируемой страны и ее краткосрочный прогноз.

e. Используя «Допущения», спрогнозируйте развитие платежного баланса на ближайшие пять лет.

f. Опишите полученный прогноз, сделав особый акцент на состояние счета текущих операций и устойчивость ситуации с внешней задолженностью.

g. С каким типом валютного курса – фиксированным или плавающим – более всего согласуется экономическая ситуация в стране?

h. Предположите, что курс национальной валюты жестко фиксирован к доллару. Учитывая последние данные о курсе доллара, согласуется ли краткосрочная динамика спрогнозированного платежного баланса с фиксированным валютным курсом?

i. Предположите, что курс национальной валюты свободно плавает по отношению к доллару. Учитывая текущую динамику курса доллара и предполагая реальный эффективный курс национальной валюты неизменным, какие изменения необходимо внести в прогноз?

78. На базе данных за предшествующий период и составленного в задаче 78 прогноза проанализируйте чувствительность платежной ситуации страны к изменению цены на нефть. Учитывая, что цены на нефть и нефтепродукты связаны, тогда как цена на сжиженный газ имеет свою динамику, смоделируйте:

a. Падение цены на нефть на 20% по сравнению с принятым в допущении сценарием.

b. Увеличение цены на 5 долл. в каждый из последующих лет.

c. Сокращение экспорта сырой нефти на 10% и соответствующее увеличение экспорта нефтепродуктов.

d. Ухудшение качества экспортируемой нефти, что приведет при определении экспортных цен на нее к удвоению применяемой скидки с мировой цены на качество.

Мысли великих

Заблуждения, заключающие в себе некоторую долю правды, – самые опасные.

Адам Смит (1723–1790),
шотландский экономист и философ

На досуге

История о лампочке:

Сколько нужно экономистов, чтобы заменить перегоревшую лампочку?

- Классический экономист: Ни одного. Если лампочка нуждается в замене, рынок сам ее заменит. Или, может быть, уже заменил.
- Кейнсианец: Все, какие существуют в правительстве, – они должны собрать все силы и все вместе пойти менять лампочку, чтобы обеспечить рост потребления.
- Монетарист: Всего один. Но это должен быть председатель ЦБ, ибо только он может принять решение накачать деньги в обращение.
- Сторонник теории рациональных ожиданий: Вопрос некорректен и ответа не имеет. Предпочтения лампочки должны пониматься как исходные данные.
- Марксист: Ни одного. Лампочка содержит зародыш революции и взорвет себя изнутри.
- Эконометрист: Один студент и 10 экономистов. Студент – чтобы ввинтить лампочку, а 10 экономистов – чтобы удерживать всё вокруг неизменным.
- Сторонний наблюдатель: 1000 экономистов. Из них по меньшей мере 10 должны быть теоретиками, чтобы создать математическую модель замены лампочки, и 990 – эмпириками, которые должны будут определить, какая из этих моделей правильная. Правда, тем временем всем остальным придется сидеть в темноте.

Непереводимая игра слов

If you rearrange the letters in ECONOMICS, you get COMIC NOSE.

Глава 7

ВНЕШНЕТОРГОВАЯ ПОЛИТИКА

Леонардо да Винчи (1452–1519), итальянский живописец, скульптор, ученый, инженер

Нет ничего более благоприятного для народа, чем свобода торговли, – и ничего более непопулярного.

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Антидемпинговые меры
Внутренние субсидии
Государственная торговля
Государственные закупки
«Желтый» короб
«Зеленый» короб
Зоны экспортного производства
Изъятия
Импортная доплата
Импортные квоты
Кампании за бережливость
Компенсационные меры
Налоговые льготы
Национальный режим
Обязательства по минимальному доступу
Обязательства по существующему доступу
Политика в области конкуренции
Правила происхождения
Предохранительные меры
Предотгрузочная инспекция
Преференциальные торговые соглашения
Применяемые тарифы
Прочие налоги и сборы
Режим наибольшего благоприятствования
Резервные запасы
Санитарные и фитосанитарные требования
Связанные тарифы
Связывание тарифов и их сокращение
Сезонные тарифы
«Синий» короб
Соглашения о двойном налогообложении
Соглашения об офсете
Содействие торговле
Специальные предохранительные меры
Таможенная оценка
Таможенные процедуры
Тарификация
Тарифные квоты
Тарифные преференции
Тарифные уступки и изъятия
Требование о содержании местных компонентов
Уполномочивающая статья
Чрезвычайные меры
Экономическая интеграция
Экспортные субсидии
Экспортный тариф

1. КОМПОНЕНТЫ АНАЛИЗА ВНЕШНЕТОРГОВОЙ ПОЛИТИКИ

В идеале международная торговля должна вестись по правилам, закрепленным в соглашениях Всемирной торговой организации (ВТО). Эти правила обязательны для всех стран-членов и стран, ведущих переговоры о вступлении[1]. Тем самым правила ВТО охватывают практически весь мир. Если страна, чья экономика подвергается анализу, не является членом ВТО, ее внешнеторговая политика тем не менее может рассматриваться в сравнении с правилами ВТО.

Основные принципы

При анализе внешнеторгового режима страны необходимо прежде всего ответить на вопрос, соответствует ли он основополагающим целям и принципам многосторонней торговой системы, закрепленным в соглашениях ВТО. Как записано в преамбуле Марракешского соглашения 1995 г. об образовании ВТО, многосторонняя торговая система направлена на обеспечение благодаря международным торговым и экономическим отношениям между странами роста жизненных стандартов, гарантии полной занятости, стабильного роста реальных доходов и спроса при оптимальном использовании ресурсов с учетом нужд охраны окружающей среды и принимая во внимание различный уровень экономического развития стран.

Хотя многосторонняя торговая система регулируется большим числом соглашений ВТО, основных принципов, которые должны соблюдаться всеми странами, всего четыре:

• *Защита национального рынка с помощью тарифов (tariff-based protection).* Страны могут защищать свои внутренние рынки от иностранной конкуренции, но только с помощью тарифов, преимущественно адвалорных, и на разумно низком уровне. Использование количественных ограничений запрещено, кроме определенных случаев при возникновении трудностей в платежном балансе, и может быть использовано только в критических ситуациях.

• *Снижение и связывание тарифов (tariff reduction and binding).* Страна должна постепенно снижать тарифы и связывать их – принимать многостороннее обязательство не повышать тариф в будущем сверх уровня, согласованного с торговыми партнерами и указанного в ее списках обязательств в рамках ВТО (*WTO schedules of commitments*). Уровень связанных тарифов у каждой страны свой. Возможны три варианта связывания: на уровне существующего применяемого тарифа (например, 10%) или на нулевом уровне; сокращение тарифа в течение определенного периода и связывание на уровне, достигнутом к его концу (например, сокращение с 10 до 5% и связывание на уровне 5%); сокращение и связывание на уровне, выше уровня конечного сокращения, – потолочном уровне (сокращение применяемого тарифа с 10 до 5%, но связывание тарифа на уровне 7%). Применяемые тарифы в сумме с другими взносами и сборами на импорт, если таковые имеются, не должны быть выше связанных тарифов по каждой товарной позиции.

• *Режим наибольшего благоприятствования (РНБ) (most favored nation regime, MFN)* – любые условия торговли (уровень тарифов и других импортных сборов, таможенные процедуры, внутренние налоги на импорт и пр.), предоставляемые одной страной другой стране–члену ВТО, должны быть немедленно и без условий (*immediately and unconditionally*) распространены на все остальные страны–члены ВТО. Это важнейший принцип недискриминации в торговле: если страна А договорилась сократить

[1] См. список членов ВТО и стран, ведущих переговоры о вступлении, на сайте ВТО www.wto.org.

пошлину на импорт кофе из страны В с 15% до 10%, страна А обязана немедленно и безусловно начать применять пошлину в 10% к импорту кофе из всех остальных стран–членов ВТО. К импорту из стран–не членов ВТО могут применяться любые пошлины. Исключения из принципа РНБ возможны в трех случаях: для региональных торговых соглашений (снижение или ликвидация тарифов в торговле между странами–членами интеграционной группировки не требуют распространения сниженных тарифов на страны, в нее не входящие); для преференциальных торговых соглашений между развитыми и развивающимися странами (например, Общей системы преференций) и для преференциальнах соглашений между развивающимися странами, Соглашения между ЕС и странами Азии, Африки и Тихоокеанского бассейна; для нотифицированных в ВТО на основе Уполномочивающей статьи (*enabling clause*).

• *Национальный режим (national treatment)* – импортный продукт после уплаты таможенных пошлин и других импортных взносов должен получать такие же условия обращения на внутреннем рынке, что и товары, произведенные внутри страны. После того как товар прошел таможню, все остальные правила и сборы – внутренние налоги, правила торговли, транспортировки, хранения и использования, стандарты, технические нормы, санитарные требования – на одинаковые импортные и национальные товары должны быть одинаковыми. Это важнейший принцип, создающий для импортных товаров такие же условия конкуренции на внутреннем рынке, как и для товаров, произведенных внутри страны.

Четыре принципа имеют серьезное макроэкономическое значение. Защита внутреннего рынка с помощью тарифов и запрет на количественные ограничения делают торговый режим более транспарентным, поскольку стоимостный эквивалент адвалорного тарифа легко рассчитать и соответственно оценить его воздействие на объемы импорта конкретного продукта. Связывание тарифов укрепляет предсказуемость торгового режима, поскольку правительство не может в одностороннем порядке повысить тарифы за пределы связанного уровня. РНБ обеспечивает недискриминационное отношение к импорту из отдельной страны на границе. Национальный режим гарантирует, что после того, как товар попал на внутренний рынок иностранной страны, к нему не будут применены дискриминационные внутренние меры, которые сделают его неконкурентоспособным по сравнению с аналогичными местными товарами.

Схема анализа

Анализ внешнеторговой политики в рамках макроэкономического анализа заключается в выяснении того, какие инструменты внешней торговли наиболее важны для стабильного функционирования экономики в целом. Соответственно из исчерпывающего списка (таблица 7.1), который покрывает в основном весь инструментарий внешнеторговой политики, необходимо пристально изучить только меры, значимые в стране, чья экономика анализируется, и оказывают наибольшее воздействие на ее макроэкономику. Возможны ситуации, когда та или иная мера не использовалась на протяжении определенного промежутка времени, а затем была применена. В таких случаях важна не просто картинка состояния внешнеторгового режима на сегодняшний день, но и анализ его эволюции во времени.

Представленная схема основана на методологии и классификации, используемых Секретариатом ВТО при подготовке докладов о режиме торговой политики в отдельных странах. Анализ внешнеторговой политики включает анализ торгового режима, мер и практики торговой политики – мер импортной и экспортной политики – и внутренних мер, влияющих на торговлю, торговой политики, проводимой в отдельных отраслях.

Таблица 7.1. Схема анализа внешнеторговой политики

I. Торговый режим 1. Цели торговой политики a. Общие b. Отраслевые 2. Институциональная структура a. Торговля товарами b. Торговля услугами c. Охрана прав интеллектуальной собственности d. Инвестиции 3. Национальное торговое законодательство a. Торговля товарами b. Торговля услугами c. Охрана прав интеллектуальной собственности d. Инвестиции 4. Международные торговые соглашения a. ВТО b. Другие многосторонние соглашения c. Региональные и межрегиональные соглашения d. Двусторонние соглашения e. Преференциальные соглашения 5. Инвестиционные соглашения a. Многосторонние инвестиционные соглашения b. Двусторонние инвестиционные соглашения c. Стимулирование и поддержка инвестиций d. Зоны свободной торговли 6. Механизм разрешения торговых споров a. Споры в рамках ВТО b. Прочие торговые споры	**I. Trade regime** 1. Trade policy objectives a. General b. Sectoral 2. Institutional framework a. Trade in goods b. Trade in services c. Protection of intellectual property rights d. Investment 3. Domestic trade-related laws a. Trade in goods b. Trade in services c. Protection of intellectual property rights d. Investment 4. International trade policy agreements a. WTO b. Other multilateral agreements c. Regional and inter-regional trade agreements d. Bilateral agreements e. Preferential agreements 5. Investment agreements a. Multilateral investment agreements b. Bilateral investment agreements c. Investment incentives and promotion d. Free trade zones 6. Trade disputes and consultations a. Disputes under the WTO b. Other trade disputes
II. Меры и практика торговой политики 1. Меры, непосредственно влияющие на импорт a. Содействие торговле i. Таможенные процедуры ii. Регистрация и документация iii. Предотгрузочная инспекция и таможенная очистка iv. Таможенная оценка v. Правила происхождения b. Тарифы и прочие сборы i. Связанные тарифы (РНБ) ii. Применяемые тарифы iii. Тарифные преференции – региональные, двусторонние и односторонние iv. Тарифные квоты v. Сезонные квоты vi. Тарифные уступки и изъятия vii. Прочие налоги и сборы: дополнительный налог на импорт, косвенное налогообложение c. Нетарифное регулирование и контроль i. Запрет импорта ii. Импортные ограничения	**II. Trade policy and practices by measure** 1. Measures directly affecting imports a. Trade facilitation i. Customs procedures ii. Registration and documentation iii. Pre-shipment inspection and clearance iv. Customs valuation v. Rules of origin b. Tariffs and other charges i. MFN tariff (bindings) ii. Applied tariff iii. Tariff preferences: regional, bilateral, and unilateral iv. Tariff quotas v. Seasonal tariffs vi. Tariff concessions and exemptions vii. Other levies and charges: import surcharges, indirect taxation c. Non-tariff regulation and control i. Import prohibitions ii. Import restrictions

Продолжение

iii. Импортное лицензирование iv. Импортные квоты d. Технические препятствия торговле i. Технические стандарты ii. Санитарные и фитосанитарные требования iii. Содержание местных компонентов iv. Кампании за бережливость e. Чрезвычайные меры i. Антидемпинговые меры ii. Компенсационные меры iii. Предохранительные меры f. Государственное участие i. Государственные закупки ii. Государственная торговля	iii. Import licensing iv. Import quotas d. Technical barriers to trade i. Standards and technical regulations ii. Sanitary and phytosanitary requirements iii. Local content requirement iv. Frugality campaigns e. Contingency measures i. Anti-dumping measures ii. Countervailing measures iii. Safeguard measures f. State involvement i. Government procurement ii. State trading
2. Меры, непосредственно влияющие на экспорт a. Тарифы и прочие сборы i. Пошлины ii. Налоги iii. Сборы b. Экспортное регулирование и контроль i. Запреты ii. Лицензирование iii. Санкции iv. Ограничение экспорта c. Содействие экспорту i. Экспортные субсидии ii. Государственная помощь iii. Тарифные льготы iv. Налоговые льготы v. Финансирование/кредитование vi. Страхование и гарантирование экспорта d. Государственное вмешательство i. Государственная торговля ii. Зоны экспортного производства	2. Measures directly affecting exports a. Tariffs and other charges i. Duties ii. Taxes iii. Levies b. Export licensing and control i. Prohibitions ii. Licensing iii. Sanctions iv. Export restrictions c. Export assistance i. Export subsidies ii. State aid iii. Duty concessions iv. Tax concessions v. Export finance/credit vi. Export insurance and guarantees d. State involvement i. State trading ii. Export processing zones
3. Внутренние меры, влияющие на торговлю a. Правовой режим b. Налоговый режим c. Кредитный режим d. Субсидии и другое содействие производству e. Содействие исследованиям f. Контроль над ценами g. Инвестиционный режим h. Охрана прав интеллектуальной собственности i. Государственные компании и приватизация j. Политика в области конкуренции k. Политика в области потребления l. Политика банкротств m. Государственные закупки	3. Internal measures affecting trade a. Legal regime b. Taxation and tax-related assistance c. Credit regime d. Subsidies and production assistance e. Assistance for research f. Price controls g. Investment regime h. Protection of intellectual property i. State-owned companies and privatization j. Competition policy k. Consumer policy l. Bankruptcy policy m. Government procurement
III. Отраслевая торговая политика 1. Сельское хозяйство 2. Добывающая промышленность и энергетика 3. Обрабатывающая промышленность	**III. Trade policies by sector** 1. Agricultural 2. Mining and energy 3. Manufacturing

Продолжение

4. Услуги a. Туризм b. Финансовые услуги c. Телекоммуникации d. Транспорт	4. Services a. Tourism b. Financial services c. Telecommunications d. Transport

Итак, национальная торговая политика современного государства должна строиться на четырех ключевых принципах, закрепленных в правилах ВТО: защита национального рынка с помощью тарифов; снижение и связывание (принятие международных правовых обязательств по их не повышению выше согласованного уровня) тарифов; режим наибольшего благоприятствования (любые условия торговли, предоставляемые одной страной какой-либо другой стране, должны быть немедленно и без условий распространены на все остальные страны); национальный режим (импортный продукт после уплаты таможенных пошлин и других импортных взносов должен получать такие же условия обращения на внутреннем рынке, что и товары, произведенные внутри страны). Анализ торговой политики государства как части макроэкономического анализа требует освещения институциональных и правовых аспектов торгового режима, детального изучения мер торговой политики, непосредственно влияющих на импорт и экспорт, внутренних мер, влияющих на торговлю, а также торговой политики в ключевых для анализируемой страны отраслях.

2. ТОРГОВЫЙ РЕЖИМ

Цели торговой политики

Цели торговой политики могут быть оформлены законодательно и закреплены в конституции, национальных законах и других правовых актах либо формально сформулированы членами правительства в официальных выступлениях, статьях, заявлениях и т.п. Нередко они являются частью более широких макроэкономических задач, преследуемых правительством. В ряде стран цели внешнеторговой политики подразделяются на общие, преследуемые страной и обществом в целом, и отраслевые, преследуемые в отдельных ключевых отраслях производства.

В наиболее широкой формулировке цель внешнеторговой политики заключается в улучшении жизненного уровня населения путем создания либерального торгового режима, в котором национальные производители могли бы свободно конкурировать с иностранными поставщиками. В зависимости от того, экономика какой страны анализируется, цели внешнеторговой политики также могут включать:

- Улучшение доступа национальных товаров на международные рынки, снижение протекционистских барьеров, упрощение таможенных процедур, создание режима, благоприятного для справедливой конкуренции.
- Выполнение обязательств, принятых в рамках ВТО, региональных интеграционных группировок, преференциальных и других многосторонних и двусторонних торговых соглашений.
- Развитие экспортного потенциала страны в целом, отдельных предприятий и регионов, ускорение на этой основе экономического роста и сокращение уровня бедности и повышение уровня занятости.
- Завершение перехода к рыночной экономике, интеграция в мировой рынок на региональном и многостороннем уровнях.

Институциональная структура

Институциональная структура внешней торговли включает механизм принятия решений по вопросам внешнеторговой политики, государственные организации, отвечающие за проведение этой политики в жизнь, и прочие организации, которым государство поручило содействовать внешней торговле, систему национального законодательства, регулирующего внешнюю торговлю.

В процессе анализа торгового режима страны после установления целей, которые преследует правительство данной страны в своей внешнеторговой политике, необходимо выяснить, какие органы занимаются практическим осуществлением этой политики. Институциональная структура сильно различается по странам. Обычно это правительство и его органы в лице министерства внешней торговли. Существенную роль в формулировке и исполнении внешнеторговой политики играют также министерства иностранных дел, финансов, экономики, энергетики и сельского хозяйства. Немаловажную роль могут играть государственные исследовательские центры, а также советы предпринимателей, торгово-промышленные палаты, объединения производителей и другие негосударственные организации.

Главным документом, регулирующим внешнюю торговлю, в любой стране является конституция или документ, ее заменяющий. Во многих странах существует также в той или иной форме закон о внешней торговле. Но в некоторых крупных странах (Япония, Бразилия) такого закона нет. Отдельные аспекты внешнеторгового режима, однако, регулируются многими сотнями законов и подзаконных актов. В Корее, например, таковых около 800. Наиболее типичными законами, которые содержат положения, касающиеся внешней торговли, являются законы о таможенном тарифе, банках и банковской деятельности, валютном регулировании, правах интеллектуальной собственности, стандартах и стандартизации, промышленном развитии, сельском хозяйстве и др. Поэтому при анализе необходимо сконцентрироваться только на регулировании и механизме принятия решений по ключевым для данной страны аспектам торгового режима или по режиму экспорта и импорта отдельных, наиболее значимых с макроэкономической точки зрения товаров или товарных групп.

Также необходимо установить взаимозависимость национального законодательства и правил ВТО. В некоторых странах по конституции соглашения ВТО имеют статут, равный внутренним законам, – споры по ним могут решаться национальными судами. В других странах национальное законодательство имеет приоритет над обязательствами страны по международным соглашениям. В-третьих, напротив, – положения международных соглашений, в том числе соглашений ВТО, имеют приоритет над национальным законодательством. Правовая конфигурация, относящаяся к внешней торговле и международным торговым соглашениям, существующая в анализируемой стране, должна быть выстроена перед тем как переходить к анализу деталей торговой политики. Кроме того, необходимо установить, какими судами и в каком порядке разбираются торговые споры.

Важной частью законодательной базы, непосредственно касающейся внешней торговли, является инвестиционный режим[1]. Наиболее существенны для анализа следующие аспекты инвестиционного законодательства и практики: как регулируются иностранные инвестиции – существует ли специальный закон об иностранных инвестициях; каковы максимально разрешенные масштабы иностранного участия в собственности национальных компаний; в каких правовых формах могут создаваться иностранные компании; каков минимально допустимый объем иностранных инвестиций в один

[1] Более подробно о методологии анализа инвестиционного режима см. гл. 8, посвященную инвестиционной политике.

проект; какие сектора открыты и какие закрыты для иностранных инвестиций; предоставляется ли иностранным инвестициям национальный режим, не дискриминируют ли двусторонние инвестиционные соглашения, имеющиеся у каждой страны, партнеров из третьих стран; насколько эффективно функционируют соглашения об избежании двойного налогообложения; в чем заключаются льготы и прочие поощрительные меры, предоставляемые иностранным инвесторам; в каких секторах и за счет каких источников предоставляются льготы; каково их влияние на бюджет; как охраняются права иностранных инвесторов; каковы условия торговли продукцией, произведенной на предприятиях с иностранными инвестициями; является ли страна членом Международного агентства по гарантиям инвестиций (*Multilateral Investment Guarantee Agency, MIGA*) и Международного центра по урегулированию инвестиционных споров (*International Center for Settlement of Investment Disputes, ICSID*).

Международные торговые соглашения

Масштабы и глубина участия страны в международных торговых соглашениях – важная характеристика ее торгового режима. Анализ обязательств, который на данном уровне носит описательный характер, необходимо осуществлять на четырех уровнях: участие страны в международных торговых соглашениях (ВТО и прочих); многосторонних торговых соглашениях (региональных интеграционных соглашениях); двусторонних торговых соглашениях и преференциальных торговых соглашениях. Обязательства по каждому из них не должны противоречить друг другу и сочетаться с обязательствами стран в рамках ВТО.

Членство в ВТО

• *Сроки эффективного членства.* При анализе необходимо установить, является ли страна первоначальным членом ВТО, то есть была ли она членом ГАТТ до создания ВТО в 1995 г. (первоначальный член – *original members*) или была принята позже (присоединившиеся члены – *acceded members*). Все страны ВТО в соответствии с правилом «единства обязательств» (*single undertaking*) приняли на себя обязательства по всем международным соглашениям Уругвайского раунда. Однако обязательства стран, вступивших в ВТО после ее создания, могут несколько отличаться – обычно быть более широкими – от обязательств первоначальных членов ВТО, поскольку по правилам ВТО новые члены вступают в эту организацию на условиях, согласованных с действительными членами.

• *Статус страны в ВТО.* С точки зрения широты охвата обязательствами в рамках ВТО страны делятся на три большие группы – развитые, развивающиеся и наименее развитые страны. Определения или списка каждой из групп стран не существует. Наименее развитыми считаются 49 стран, включенных в список ООН, который находится на сайте ЮНКТАД[1]. Статус страны в ВТО как развивающейся страны возникает либо в силу того, что она сама так себя определяет (*self-designation*), и используется преимущественно теми странами, которые сами назвали себя развивающимися в ранние периоды существования ГАТТ, либо является результатом переговоров между действительными членами ВТО и вступающей страной. Вопрос классификации важен, поскольку от него зависит масштаб обязательств, которые страна должна выполнять в рамках ВТО. Развивающиеся страны, например, пользуются многочисленными изъятиями из существующих правил и переходными периодами и могут не выполнять многие обязательства. Наименее развитые страны зачастую вообще освобождены от выполнения многих обязательств.

• *Уровень участия в ВТО.* С точки зрения макроэкономического анализа особый интерес представляют переговорные

[1] www.UNCTAD.com

предложения (*negotiating proposals*), выдвигаемые анализируемой страной, так как это свидетельствует о том, какие именно правила международной торговли в той или иной ее области данная страна хотела бы видеть закрепленными в договорах ВТО. Важным источником информации о торговом режиме являются также нотификации торговых мер в ВТО, которые должны обновляться ежегодно или производиться после существенных изменений в торговой политике в той или иной области. Важным показателем степени участия в ВТО и зачастую соблюдения установленных норм является присутствие представителей страны на заседаниях органов ВТО. Примерно треть стран-членов не участвует регулярно в заседаниях рабочих органов ВТО, а многие, особенно наименее развитые страны, просто не имеют представительства в Женеве для сколько-нибудь осмысленного участия в работе ВТО.

Членство в преференциальных торговых соглашениях

Преференциальные торговые соглашения носят обычно региональный или двусторонний характер и отличаются разным уровнем вовлеченности стран-членов в процесс сотрудничества. Точное количество таких соглашений неизвестно (и многие существуют только на бумаге): более 200 из них были нотифицированы членами ВТО, порядка 150 продолжают действовать, порядка 60% из них заключено между европейскими странами.

@ *Преференциальные торговые соглашения (preferential trade arrangements)* – многосторонние или двусторонние соглашения, в рамках которых участвующие страны соглашаются предоставлять друг другу торговый режим более благоприятный, чем они получали бы на основе правил ВТО.

Такие соглашения являются отступлением от главного правила ВТО – принципа РНБ и немедленного и безусловного распространения торгового режима, предоставленного одному члену ВТО, на всех других членов. По правилам ВТО преференциальные торговые соглашения разрешены, если они укладываются в одну из нижеследующих категорий:

• *Таможенный союз и зона свободной торговли*. По условиям статьи XXIV ГАТТ-94 преференциальные торговые соглашения разрешены, если они нотифицированы в ВТО; соответствуют понятию таможенного союза[1] или зоны свободной торговли[2]; не дискриминируют третьи страны, т.е. не повышают тарифные барьеры в отношении стран-нечленов, либерализуют тарифы практически на всю торговлю (substantially all trade) и соответствуют еще ряду условий этой статьи. Наиболее типичным примером соглашений о свободе торговли являются соглашения между ЕС и другими, чаще всего европейскими, странами. Только шесть таможенных союзов были нотифицированы в ВТО в 2005 г. – Европейский Союз, МЕРКОСУР, КАРИКОМ, КАКМ[3], соглашения между Чехией и Словакией, между ЕС и Турцией, Кипром и Мальтой.

• *Уполномочивающая статья (enabling clause)*[4] – достигнутое в результате Токийского раунда соглашение, разрешающее членам ВТО принимать меры в пользу развивающихся стран без обязательства распространять их на другие

[1] Customs union – соглашения, устраняющие взаимные торговые барьеры и вводящие общий таможенный тариф в отношении третьих стран.

[2] Free trade zone – соглашения, устраняющие взаимные торговые барьеры, причем страны продолжают использовать свои национальные тарифы в отношении третьих стран.

[3] МЕРКОСУР (MERCOSUR – Southern Common Market), КАРИКОМ (CARICOM – Caribbean Community and Common Market), КАКМ (CACM – Central American Common Market).

[4] Полное название Differential and more favorable treatment, reciprocity and fuller participation of developing countries, WTO General Council Decision of Nov. 28, 1979.

страны. Положения этой статьи распространяются на преференции, предоставляемые в рамках глобальной системы торговых преференций (*global system of trade of preferences*), согласованных в ЮНКТАД; специального и дифференцированного подхода (*special and differential treatment*) в рамках ВТО; на преференциальные соглашения между наименее развитыми странами; общую систему преференций (*general system of preferences*) – национальные торговые системы преференций в пользу наименее развитых стран, которые существуют во многих развитых странах.

• *Экономическая интеграция (economic integration)* – статья V ГАТС, которая устанавливает правила заключения преференциальных торговых соглашений в области торговли услугами для развитых и развивающихся стран. Примерами соглашений, нотифицированных как экономическая интеграция в области услуг, могут служить сам ЕС и соглашения между ЕС и Эстонией, Латвией, Литвой, Польшей и некоторыми другими восточноевропейскими странами.

• *Изъятия (waiver)* – право не выполнять определенные обязательства по ВТО в течение года, предоставляемое $^3/_4$ голосов членов ВТО стране, которая сделала соответствующий запрос. Если преференциальное соглашение не подпадает ни под одну из перечисленных выше категорий, участвующие в нем члены ВТО должны запросить у других членов изъятие для этого соглашения из статей ВТО, регулирующих правила преференциальных соглашений. Такие изъятия пересматриваются регулярно, обычно ежегодно. Наиболее типичным примером преференциального соглашения, требующего получения периодических изъятий, может служить Соглашение между ЕС и группой африканских стран и стран Карибского моря и Тихого океана (*EC-Group of African, Caribbean and Pacific States, ACP*).

С точки зрения макроэкономического анализа изучение участия страны в системе преференциальных торговых соглашений важно в силу нескольких причин. Во-первых, развивающаяся страна может получать от своих торговых партнеров для своего экспорта режим торговли значительно более благоприятный, чем следует из обычных правил ВТО. Необходимо установить, какая часть торговли подпадает под действие различного рода национальных преференциальных схем развитых стран, используются ли страной полностью преимущества, предоставляемые в их рамках, не противоречат ли условия преференциальных соглашений друг другу и правилам ВТО и не осложняют ли они экспорт ключевых для данной страны товаров.

Во-вторых, преференциальные соглашения могут быть частью более общего пакета экономических мер, которые требуются от данной страны ее торговыми партнерами и нередко в значительной степени определяют характер и направление макроэкономических реформ. Наиболее типичным примером являются соглашения между ЕС и странами, желающими присоединиться к этой организации. Такие соглашения помимо свободы торговли содержат либо являются частью более общего пакета соглашений о мерах в экономической сфере, которые страна, желающая стать членом ЕС, должна предпринять.

В-третьих, важно установить, предоставляет ли сама страна преференциальный режим в отношении импорта важных с макроэкономической точки зрения товаров каких-либо других стран либо в рамках глобальной системы торговых преференций, либо в рамках национальной системы преференций. Особенно важно определить, не носят ли преференции в отношении одних стран дискриминационный характер в отношении других торговых партнеров, которые ими не пользуются. Также важно оценить, какой режим собственной торговли наиболее выгоден для экономики страны – на основе системы преференций или на базе общепринятых норм ВТО.

Наконец, участие в преференциальных соглашениях может иметь большую

административную нагрузку для страны и ее бюджета. Многие преференциальные соглашения имеют свои правила определения происхождения продуктов, санитарной и технической экспертизы, требуют выполнения множества специфических административных формальностей и, соответственно, персонала, занимающегося этими вопросами. Для многих развивающихся стран раздутая таким образом бюрократия ложится непосильным бременем на бюджет, что может иметь серьезные макроэкономические последствия.

Итак, анализ торгового режима должен начинаться с изучения его общих институционально-правовых аспектов: официально провозглашенных или подразумеваемых целей торговой политики, их соответствия задачам макроэкономической политики в целом; основных правовых документов, регулирующих ключевые параметры торговой политики, их соответствия приятым страной обязательствам по международным соглашениям, прежде всего в рамках ВТО; национальных государственных и негосударственных органов, которым в данной стране поручено проведение внешнеторговой политики. Особое внимание на этом этапе анализа должно уделяться масштабам и условиям участия страны в ВТО (сроки эффективного членства, статус страны в ВТО, уровень участия в ВТО) и преференциальных торговых соглашениях, условия которых нередко представляют собой изъятие из правил ВТО. Использование таких изъятий возможно с международно-правовой точки зрения, если они соответствуют правилам преференциальных соглашений, установленным в ВТО. С макроэкономической точки зрения преференциальные соглашения представляют собой региональную либерализацию, дискриминирующую третьи страны. Либерализация на многосторонней основе экономически более эффективна.

3. ИМПОРТНЫЕ МЕРЫ

Содействие торговле

Анализ импортного режима необходимо начинать с обзора мер неэкономического характера, которые могут препятствовать торговле. Практически в любой стране существует большое количество процедур и формальностей, которые импортер должен выполнить, перед тем как импортные товары попадут на внутренний рынок. Значительная часть из них носит чисто бюрократический характер, и они должны быть упрощены путем принятия организационных мер. Меры экономического характера, которые можно предпринять для ускорения торговли, объединяются в понятие «содействие торговле».

@ *Содействие торговле (trade facilitation)* – упрощение и гармонизация международных торговых процедур – действий, практики и формальностей, связанных со сбором, обработкой и распространением данных, необходимых для перемещения товаров в международной торговле.

При анализе состояния дел в области содействия торговле обычно рассматриваются пять ее аспектов: требования к экспортерам и импортерам о регистрации и документации; эффективность таможенных процедур; применение соглашений ВТО о предотгрузочной инспекции, таможенной оценке и правилах происхождения.

В целом это все меры неэкономического характера, направленные на облегчение международных потоков товаров путем упрощения и устранения таможенных и иных бюрократических препятствий. Проблема содействия торговле стала особенно острой в последние десятилетия. Задержки товаров на границах, сложные требования по заполнению до-

кументов, растянутые таможенные процедуры, несопоставимость национальных практик в отдельных странах – все это приводит к издержкам на перевоз товаров через границу, сопоставимым с затратами на таможенные тарифы. Более того, многие пограничные процедуры не регулируются международными правилами, а зачастую и внутренними законами, что создает возможность для злоупотреблений.

Правила ВТО регулируют только следующие аспекты содействия торговле: свобода транзита, таможенная стоимость, сборы при импорте и экспорте, публикация торгового регулирования (ГАТТ-47, статьи V, VII, VIII и X соответственно), импортное лицензирование, предотгрузочная инспекция, правила происхождения, технические барьеры для торговли и применение санитарных и фитосанитарных мер, по которым заключены отдельные соглашени. Эти аспекты в странах–членах ВТО унифицированы, тогда как во всех остальных регулируются зачастую несовпадающими национальными правилами и процедурами. Наличие соглашения ВТО в той или иной области содействия торговле само по себе еще не гарантирует унифицированного использования согласованных правил. Например, применение соглашения о таможенной стоимости в большинстве стран имеет свои особенности, зачастую сводящие на нет его преимущества.

@ *Регистрация и документация (registration and documentation)* – требования о заполнении форм и предоставлении документов для осуществления внешнеторговой операции.

Средняя внешнеторговая сделка требует оформления примерно 60 документов, форма и содержание большинства из которых не стандартизированы и сильно отличаются от страны к стране. Несмотря на то что каждый из документов имеет различное предназначение, примерно 80% содержащейся в них информации совпадает. Требования о регистрации и заполнении многочисленных документов повышают стоимость таможенных процедур на четверть и значительно затягивают таможенную очистку. При этом эффективность многочисленных регистраций и документов в борьбе с таможенными нарушениями далеко не очевидна.

При отсутствии согласованных мировых правил анализ требований к регистрации и документации должен ответить на вопрос, до какой степени существующие правила способствуют торговле и что необходимо сделать, чтобы повысить их эффективность. Особое внимание необходимо уделить следующим моментам:

- Возможности использования одного документа для предоставления властям всей необходимой информации об экспортной или импортной операции, включая введение единого экспортно-импортного документа со странами – основными торговыми партнерами. Примером единого документа может служить документ, используемый для таможенных процедур в ЕС.
- Степени унификации существующих документов и их соответствию стандартам торговых документов, разработанным в ООН (*UN Layout Key for Trade Documents*), и использованию стандартных определений, кодов и сообщений.
- Использованию электронных средств регистрации и предоставления документов, принятия и обработки платежей, степени компьютеризации таможенных процедур в целом.
- Уровню транспарентности регулирования таможенных процедур: наличию информационных центров на таможенных пунктах и квалифицированного персонала, публикации таможенного регулирования и его своевременности, публикации ставок всех таможенных сборов.

В целом анализ в этой части содействия торговле должен фокусироваться на возможности сокращения доку-

ментарных требований, и особенно тех процедур по регистрации и заполнению документов, которые необходимо выполнять непосредственно на таможне. Контроль должен основываться на простой таможенной процедуре и послетаможенном аудите экспортеров и импортеров.

@ *Таможенные процедуры (customs procedures)* – мероприятия по проведению товара через таможенную границу, таможенная очистка товара.

Таможенные процедуры, так же как и документы, не унифицированы и их общепринятых стандартов не существует. Это сильно осложняет международную торговлю. При анализе состояния таможенных процедур и их воздействия на торговлю особого внимания заслуживают следующие аспекты:

- Осуществляются ли все таможенные процедуры в одном месте и одним уполномоченным на это государственным органом; возможно ли проведение таможенной очистки за пределами таможенного поста, например на складе экспортера.
- Существует ли методология разделения международных грузов на грузы с высокой и низкой степенями риска при нарушении таможенных правил и применяются ли упрощенные и полные таможенные процедуры в каждом конкретном случае.
- Используются ли контроль за каждой партией груза непосредственно на границе или контроль, основанный на последующем аудите торговой документации; возможно ли использование «зеленого» коридора с минимальными таможенными требованиями для экспортеров и импортеров с установленной положительной репутацией.
- Насколько гибки правила уплаты пошлин и других таможенных сборов: возможен ли платеж авансом, электронным переводом и другими современными средствами платежа.

@ *Предотгрузочная инспекция* (*pre-shipment inspection, PSI*) – проверка количества, качества, цены, валютно-финансовых условий и таможенной классификации товаров специально назначенными фирмами перед отгрузкой товаров за рубеж.

Такая проверка может осуществляться как по требованию импортирующей стороны, так и в соответствии с законами экспортирующей стороны. Развитые страны используют предотгрузочную инспекцию редко, тогда как во многих развивающихся странах такая инспекция проводится таможенными властями. Основным объектом контроля является соответствие стоимости экспортируемого товара стоимости, заявленной в декларации, поскольку занижение экспортной стоимости является традиционным способом нелегального перевода капитала за рубеж. Правила предотгрузочной инспекции регулируются Соглашением ВТО о предотгрузочной инспекции. Все страны, использующие предотгрузочную инспекцию, должны своевременно публиковать ее правила. В случае возникновения споров жюри из трех членов, образуемое ВТО, рассматривает спор и принимает окончательное решение.

@ *Таможенная стоимость* (*customs valuation*) – согласованные в рамках ВТО методы определения цены импортного товара, с которой берутся импортные пошлины.

Соглашение ВТО о применении статьи VII ГАТТ устанавливает правила таможенной оценки, проверки того, что в представленную импортером декларацию включена правильная импортная цена. Это позволяет избежать злоупотреблений с занижением импортной цены и, следовательно, размера импортных пошлин, обычно рассчитываемых как процент от этой цены. Основной принцип таможенной оценки импортного товара заключается в том, что заяв-

ляемая в импортной декларации цена должна соответствовать транзакционной цене – цене, уплаченной за товар при продаже его на экспорт. Фрахт, упаковка, комиссионные, стоимость услуг, представленные продавцом покупателю бесплатно, могут включаться в таможенную стоимость. Если существует подозрение, что заявленная таможенная стоимость не соответствует транзакционной цене, таможенные органы могут сами определить таможенную стоимость товара путем последовательного использования пяти методов – по стоимости идентичных (*identical*) товаров, стоимости схожих (*similar*) товаров, импортной цене идентичных или схожих товаров за минусом согласованного перечня издержек, расчетной стоимости, или, если применение одного из перечисленных методов невозможно, таможенные органы вправе оценить таможенную стоимость товара на базе разумного суждения.

@ *Правила происхождения* (*rules of origin*) – законы и административные акты, используемые для определения страны происхождения товара, то есть страны, где товар был произведен или подвергся существенному преобразованию.

Необходимость устанавливать страну происхождения товара вытекает из того, что торговый режим, применяемый практически каждой страной к ее торговым партнерам, различен. Если бы все страны применяли друг к другу РНБ, потребность в установлении страны происхождения товара отпала бы. На практике, поскольку не все страны мира являются членами ВТО, РНБ не применяется к странам-не членам. Более того, существуют преференциальные тарифные схемы, которые позволяют импорт товаров по сниженным пошлинам или вообще беспошлинно, если они происходят из страны, пользующейся преференциями. Страной происхождения считается та страна, где товар был полностью произведен. Если он проходил переработку в нескольких странах, страной происхождения считается та из них, где он был видоизменен настолько, что это сделало необходимым его переклассификацию в другой раздел национального таможенного тарифа или стандартной таможенной номенклатуры, где существенная часть стоимости была добавлена или где была применена производственная процедура, давшая товару его текущие характеристики.

Некоторые страны различают:

• *Непреференциальные правила происхождения (non-preferential rules of origin)* – правила определения страны происхождения товара, применяемые к странам, с которыми отсутствуют соглашения о торговых преференциях.

• *Преференциальные правила происхождения (preferential rules of origin)* – правила определения страны происхождения товара, применяемые к странам, с которыми имеются соглашения о торговых преференциях или которым предоставлены преференции в соответствии с внутренним законодательством.

Соглашение ВТО о правилах происхождения применяется далеко не всеми странами. Более того, многие страны–члены ВТО его не применяют, получив отсрочку от выполнения этого соглашения от других членов, или применяют не полностью. Например, в Европе многие страны пользуются правилами происхождения, действующими в ЕС, которые, в свою очередь, гармонизированы, но не во всем, с правилами ВТО. Многие региональные торговые группировки, особенно в Латинской Америке, имеют свои правила для определения страны происхождения товара. Опять-таки эти правила должны быть гармонизированы с правилами ВТО для тех стран, которые являются членами ВТО, но на практике это не всегда так (*пример 7.1*).

Пример 7.1. Бразилия: меры содействия торговле

Таможенные процедуры. Все внешнеторговые операции – таможенная очистка, импортное лицензирование и регистрация валютной выручки – должны осуществляться через интегрированную внешнеторговую систему. Таможенная очистка осуществляется через четыре канала: «зеленый» (автоматическая очистка на базе полного комплекта документов), «желтый» (очистка на основе проверки данных о товаре в таможенной декларации), «красный» (очистка на основе физического контроля соответствия товара документам) и «серый» (очистка на основе физического контроля и предварительной проверки таможенной стоимости). По данным таможенных властей Бразилии, 70% импорта очищается через «зеленый» канал, 20% – через «желтый», 8% – через «красный» и 2% – через «серый». Критерий, на базе которого власти принимают решение о процедуре осуществления таможенной очистки, основан на соблюдении импортером таможенных правил в прошлом, страны происхождения товара (особое внимание уделяется странам с льготным налоговым режимом) и импортного режима для данного товара. До выполнения импортных формальностей импортер может оставить товар на таможенном складе на период до 1 года с последующим возможным продлением еще на два года за 0,1–15% стоимости товара.

Регистрация и документация. Компании и отдельные лица, занимающиеся внешнеторговой деятельностью, должны быть зарегистрированы в едином Регистре импортеров и экспортеров в Секретариате внешней торговли. Для импорта товара необходимо предоставить следующие документы: импортную декларацию, импортную лицензию, коммерческий счет, счет-проформу (содержащий данные о цене ФОБ, цене за единицу товара, валовом и чистом весе, расходах на фрахт, страховке и прочих сопутствующих расходах и полной стоимости СИФ). Для товаров, предназначенных для торговых выставок и ярмарок, предусмотрена упрощенная форма документов. Для импорта напитков, воспламеняющихся веществ, самолетов, оружия, химикатов и кормов требуются дополнительные документы.

Предотгрузочная инспекция. В Бразилии предотгрузочная инспекция требуется только при импорте некоторых видов продуктов животного и сельскохозяйственного происхождения. Все положения Соглашения ВТО о предотгрузочной инспекции включены в бразильское законодательство.

Таможенная стоимость. При определении таможенной стоимости товара применяется Соглашение ВТО о таможенной стоимости. Таможенной стоимостью считается цена сделки. Если цена сделки неизвестна, применяется последовательно каждый из пяти методов оценки. Минимальные цены для целей таможенной оценки не используются. Практически таможенная стоимость проверяется только в 2% случаев – при таможенной очистке через «серый» канал. Если существует подозрение, что таможенная стоимость занижена, то товар может быть выпущен за пределы таможни только при предоставлении письменной гарантии оплаты разницы в таможенных пошлинах, если позже будет установлен факт занижения стоимости.

Правила происхождения. В Бразилии нет закона о непреференциальных правилах происхождения товара. Преференциальные правила происхождения применяются только к товарам, произведенным в странах–членах региональных латиноамериканских торговых соглашений. Правила происхождения основаны на условиях соглашения ВТО и требуют соответствия критерию существенной трансформации (переработки) продукта. Если установить происхождение по этому критерию не удается, товар считается происходящим из страны, откуда он импортируется, при условии, что стоимость СИФ, добавленная в третьих странах, не превышает 40% его стоимости ФОБ.

Тарифы и прочие сборы

По правилам ВТО международная торговля должна регулироваться преимущественно с помощью тарифов. В целях анализа все специфические тарифы, т.е. выраженные как налог определенной величины независимо от стоимости товара (1 долл. за компакт-диск), должны быть переведены в адвалорные тарифы, т.е. выраженные как процент от цены импортируемого товара. Такая конвертация зачастую представляет значительную сложность в силу различий в единицах измерений специфических тарифов.

@ *Связанные тарифы (bound tariffs)* – потолочный уровень импортных тарифов, который страны ВТО не имеют права превышать во взаимной торговле.

Уровень связанного тарифа для каждой страны свой и является результатом многосторонних торговых переговоров с ее торговыми партнерами. Развитые страны связали свои тарифы на уровне применяемых тарифов. Многие развивающиеся страны связали свои тарифы на уровне несколько более высоком, чем реально применяемые тарифы, оставив тем самым себе некоторую свободу маневра. По правилам ВТО изменить связанные тарифы возможно, но только на основе открытия новых переговоров с заинтересованными странами, которые могут потребовать компенсации за сокращение объемов торговли. При анализе связанных тарифов с точки зрения их воздействия на внешнеторговую политику необходимо обращать внимание на следующее:

• *Уровень связанных тарифов (level of bound tariffs).* В качестве отправной точки анализа связанных тарифов можно использовать данные об их среднем уровне, зафиксированном в результате Уругвайского раунда, которые будут продолжать действовать до тех пор, пока страны не договорятся об очередном многостороннем снижении тарифов. Средний арифметический уровень связанных тарифов для всех стран и всех отраслей составляет 7%. Однако его уровень сильно колеблется по отраслям – 6% для промышленных товаров, 12% – для текстиля и одежды, 32% – для сельскохозяйственных товаров. Средний уровень связанных тарифов на промышленные товары составляет около 7% в развитых и 26% – в развивающихся странах. Важно определить, в каких отраслях уровень связанных тарифов превышает средний для данной страны, что может служить хорошим индикатором политики правительства по поддержке определенных отраслей. В развитых странах это обычно текстиль, одежда, кожа, обувь, рыба и транспортное оборудование. В европейских странах это также сельскохозяйственные продукты. Уровень связанных тарифов на сельскохозяйственную продукцию практически во всех странах выше, чем на промышленные товары, – примерно в 4 раза в развитых и в 2–3 раза – в развивающихся странах.

• *Долю связанных тарифов (share of bound tariff lines).* Показывает степень покрытия связанными тарифами всех тарифных линий. По правилам ВТО 100% тарифов на сельскохозяйственную продукцию должны быть связанными. Большинство развитых стран также связали около 100% своих тарифов на промышленные товары. Уровень покрытия связанными тарифами в развивающихся странах сильно варьируется: от 0,1% тарифных линий – в Камеруне до 100% – в Габоне. В целом в наименее развитых странах степень связанности тарифов очень низкая.

• *Долю тарифов, связанных на нулевом уровне (share of bound duty-free tariff lines).* Только Япония и Норвегия связали почти половину своих импортных тарифов на нуле, т.е. разрешили беспошлинный ввоз товаров.

• *Дисперсию связанных тарифов (bound tariffs dispersion).* Рассчитываемая отдельно для сельскохозяйственных и промышленных товаров, дисперсия может пониматься как простой разброс

значений между нулевым и максимальным уровнями, так же как и статистическая величина, измеряемая коэффициентом вариации – стандартным отклонением, деленным на среднюю величину тарифа.

@ *Применяемые тарифы (applied tariffs)* – тарифы, реально накладываемые таможенными властями на импортные товары.

По результатам Уругвайского раунда страны ВТО согласились снизить свои применяемые тарифы к 2000 г., развитые страны – на 40%, развивающиеся – на 30%. Для каждой страны масштабы снижения свои и записаны в перечень ее обязательств (*schedule of commitments*), принятых в рамках ВТО. Особые различия в масштабах и сроках снижения тарифов существуют между развитыми, развивающимися и наименее развитыми странами и между промышленными товарами, сельскохозяйственными товарами и текстилем и одеждой. Единой матрицы, позволяющей видеть все обязательства страны по снижению тарифов во всех секторах, не существует. Некоторые страны добились предоставления более длительных переходных периодов по отдельным соглашениям, некоторые просто не выполнили своих обязательств перед ВТО, чаще всего в силу ограниченных институциональных возможностей и отсутствия необходимых ресурсов и технической помощи. Поэтому прагматический подход к анализу применяемых тарифов, их соответствия правилам ВТО и в конечном счете воздействия на макроэкономическое положение страны должен основываться на нескольких базовых шагах:

1. Использовании статистики об изменяемых тарифах (из национальных статистических органов, Интегрированной базы данных ВТО – *WTO Integrated Database*) или информационной системы ЮНКТАД (*TRAINS – Trade Analysis and Information System*). Следует, однако быть готовым к тому, что данные из национальных статистических или таможенных органов могут не существовать в электронной форме, а данные международных организаций могут быть устаревшими. Перед началом анализа статистики было бы неплохо убедиться у властей страны, что полученные данные (хотя бы по ключевым товарам) о применяемых тарифах соответствуют действительности, поскольку нередко тарифы меняются исполнительными органами, что не отражается своевременно в официальных публикациях.

2. Определении, к какой группе стран – развитой, развивающейся, наименее развитой, переходной или включенной в определенный список – относится в рамках ВТО страна, чья экономика подвергается анализу. В ВТО, в отличие от других международных организаций и статистических публикаций, эта классификация далеко не очевидна, поскольку она основана на собственном выборе (*self-selection*) стран, которые сами себя записывают в определенную группу, или является результатом переговорного процесса при их вступлении в ВТО. Более того, ряд соглашений в приложениях содержит списки стран, к которым применяются специальные условия.

3. Разделении всех товарных позиций страны как минимум на три группы – промышленные товары, текстиль и одежда, сельскохозяйственные товары. Затем на определении соответствия динамики применяемых тарифов в каждой из трех групп обязательствам, принятым страной в рамках ВТО, сравнении динамики последних лет с динамикой близких стран или стран, испытывающих сопоставимые макроэкономические проблемы. При анализе необходимо обратить внимание на эволюцию статистических характеристик тарифов, применяемых в течение последних 5–10 лет, обычно в разбивке на сельскохозяйственные и несельскохозяйственные товары.

Результат анализа применяемого тарифа должен как минимум содержать информацию и ее оценку по следующим позициям:

- Количество линий таможенного тарифа и используемых тарифных ставок.

Первых обычно насчитывается от 5 тыс. – в развивающихся до10 тыс. – в развитых странах, а используемых ставок от 5 – в наиболее простых тарифах до примерно 50 – в наиболее усложненных. Считается, что чем меньше тарифных ставок, тем транспарентнее тариф и проще его применять. Иногда тарифные ставки агрегируют в тарифные рубрики 0, 0–5, 6–10, 11–15, 16–20, 21–30, 31–40, 41–50, 50+%. На их базе полезно составить график частотного распределения тарифов, чтобы наглядно продемонстрировать, какая из тарифных рубрик используется чаще, обычно это 16–20% для развивающихся и 6–10% для развитых стран.

• Уровень применяемых тарифов (*level of applied tariffs*) – минимальный (чаще всего 0%), максимальный (например, 400%), средний (скажем, 22%); тарифный разброс отдельно для сельскохозяйственных (обычно очень большой: 12–360%) и промышленных (чаще всего очень незначительный: 4–24%) товаров. Чтобы составить предварительное представление о масштабах таможенных льгот, можно рассчитать подразумеваемую тарифную ставку (*implicit tariff rate*) как доходы от тарифов, деленные на размеры импорта, и сравнить ее со средней статистической тарифной ставкой. Также важно определить, имеются ли в тарифной структуре пики и эскалация. Тарифные пики (*tariff picks*) определяются по-разному, в зависимости от страны: это может быть любой тариф размером более 15%; тариф, более чем в три раза выше среднего тарифа для группы стран, выбранных для сравнения, обычно развитых стран; тариф, более чем в три раза превышающий средний уровень тарифов данной страны. Тарифная эскалация (*tariff escalation*) – изменение уровня тарифов по мере роста степени обработки товара – устанавливается обычно на примере отдельных товарных групп на уровне двузначного кода Стандартной торговой классификации. Товары в одной группе (например, древесина и изделия деревообрабатывающей промышленности) подразделяются на товары, находящиеся в первой стадии обработки, полуобработанные товары и полностью обработанные товары. Тарифная эскалация может быть позитивной (тарифы растут по мере роста степени обработки), негативной (тарифы падают по мере роста степени обработки) и смешанной (тарифы растут или падают в зависимости от степени детализации определения товара). Смешанная эскалация обычно свидетельствует о нечеткости политики правительства в области торговли определенным товаром.

• Тарифная дисперсия (*tariff dispertion*), вычисляемая как стандартное отклонение или коэффициент вариации. Считается, что чем меньше дисперсия, тем проще управлять тарифной системой. Уменьшающийся со временем коэффициент дисперсии свидетельствует о положительной тенденции. Например, в 2000 г. стандартное отклонение тарифов США составляло 13,1%, а коэффициент вариации – 2,38. В Уганде – соответственно 5,4 и 0,6%.

• Разрыв между применяемым и связанным тарифами (*gap between applied and bound tariffs*). Это возможно, если связанные тарифы рассматривались при переговорах как потолочные тарифы и, соответственно, были связанными на уровне, превышающем реально применяемые тарифы. Разрыв может также возникать в результате одностороннего сокращения тарифов, ранее связанных на уровне реально применяемых тарифов. Разрыв в среднем по всем странам составляет 3 процентных пункта для промышленных товаров (7% – средний связанный тариф по сравнению с 4% применяемого) и 7 процентных пунктов для сельскохозяйственных товаров (32% – средний связанный тариф по сравнению с 25% применяемого). Значительный разрыв между связанным и применяемым тарифами может свидетельствовать о потенциальной недостаточной стабильности тарифной структуры страны, поскольку она может увеличить свои тарифы в одностороннем порядке, не нарушая правил ВТО, что может повлиять на ее макроэкономическую ситуацию и на

положение ее партнеров. В некоторых странах применяемый тариф по отдельным позициям может быть выше связанного; это является нарушением правил ВТО. Такие позиции надо выявить, перепроверить правильность данных с властями, определить причины нарушений. Нередко они могут свидетельствовать о макроэкономических перекосах в отраслях, которые правительство вынуждено защищать тарифом, даже в нарушение своих международных обязательств.

• Доля каждого типа тарифов – специфических, адвалорных и составных – в общем числе тарифных позиций. Составные тарифы (*compound tariffs*), состоящие одновременно из специфических и адвалорных, и специфические тарифы должны быть пересчитаны в адвалорные по приемлемой методологии, которая может различаться от страны к стране.

@ *Тарифные преференции (tariff preferences)* – сниженный тариф, который отдельные страны могут предоставлять друг другу без обязательства распространить такой же тариф на все третьи страны в соответствии с принципом режима наибольшего благоприятствования.

Снижение тарифов или их полная отмена для определенных, но не для всех стран возможны по правилам ВТО только в трех случаях: когда развитые страны предоставляют развивающимся странам более благоприятный торговый режим в рамках национальной общей системы преференций (*general system of preferences*), осуществляемой индивидуально многими развитыми странами в пользу наименее развитых стран; когда страна является членом региональной интеграционной группировки и предоставляет преференциальный тарифный режим другим ее членам; на основе Уполномочивающей статьи – достигнутого в результате Токийского раунда соглашения, разрешающего членам ВТО принимать меры в пользу развивающихся стран без обязательства распространять их на другие страны. Во всех странах основанием предоставления тарифных преференций является наличие сертификата, свидетельствующего о происхождении товара в стране, которой предоставляются такие преференции.

Сложность анализа тарифных преференций заключается в том, что многие из них, особенно предоставляемые развивающимися странами друг другу, не зарегистрированы в ВТО; каждая из них, в зависимости от того, является ли она региональной, двусторонней или односторонней, имеет свою структуру; каждая предусматривает исключения из правил при наступлении определенных условий (например, прекращение действия, если установлено нарушение правил интеллектуальной собственности страной-бенефициаром), при истечении определенного срока или исключений для определенных стран. Списки стран-бенефициаров нередко меняются в зависимости от политических и иных предпочтений стран, предоставляющих преференции.

@ *Тарифные квоты (tariff quotas)* – применение сокращенного тарифа или его полная отмена к определенному количеству (квоте) импортного товара (*in-quota tariff*); за пределами квоты применяется обычная ставка тарифа (*out-of-quota tariff*).

Многие, но не все, страны используют тарифные квоты, например разрешение правительства Гватемалы импортировать в 2000 г. 33 тыс. тонн риса при уплате тарифа в 6% и любого количества сверх этого объема при уплате тарифа в 36%. Япония использует тарифные квоты при импорте порядка 20 сельскохозяйственных и ряда промышленных товаров. Средний внутриквотный тариф составляет 18,9%, тогда как внеквотный тариф – 111,7%. На практике тарифные квоты чаще всего бывают сельскохозяйственными (*agricultural tariff quotas*), исторически возникшими на базе соглашений ВТО о тарификации торговли сельхозпродуктами, и автономными (*autonomous tariff quotas*), применяемыми не-

которыми странами для концессионного ввоза сырья, полуфабрикатов, запчастей. Обычно правительство может открывать и закрывать тарифные квоты по своему усмотрению. Заполняются они на основе аукциона или живой очереди (*first-come, first-served basis*). Некоторые страны – приоритетные торговые партнеры могут получать гарантированную долю импорта по квоте. Например, в 2000 г. Австралия гарантированно имела 57,6% тарифной квоты США на импорт говядины, Новая Зеландия – 32,5%, Япония – 0,03%.

Подробный анализ тарифных квот важен особенно в том случае, если они используются при импорте макроэкономически важных товаров. Различия тарифов внутри и вне квоты существенны. Они в значительной степени влияют на общие размеры импорта или носят дискриминационный характер в отношении иностранных поставщиков. Важным показателем макроэкономической роли тарифных квот является степень их заполняемости (*fill-in rate*). Заполняемость тарифных квот на импорт сельхозпродукции в развитые страны обычно близка к 100%, что может свидетельствовать о возможном выполнении тарифными квотами роли количественных ограничений на торговлю определенным продуктом. Например, в США тарифные квоты на импорт молочных продуктов, сахара, мандаринов и орехов, как правило, всегда заполняются целиком, что практически отрезает поставщиков, не попавших в квоту, от американского рынка, поскольку внеквотные пошлины запретительно высоки. В то же время некоторые тарифные квоты, хотя и открываются правительством, могут быть вообще не использованы, являясь хорошим индикатором состояния рынка в соответствующей области.

@ *Сезонные тарифы (seasonal tariffs)* – тарифы, повышаемые в период достаточного предложения и снижаемые в периоды недостаточного предложения национальных сельскохозяйственных продуктов.

Сезонные тарифы возможны в соответствии с правилами ВТО. Они устанавливаются обычно как надбавка или скидка с базовой ставки тарифа. Применяемый тариф с сезонной надбавкой не должен превышать уровня связанного тарифа.

@ *Тарифные уступки и изъятия (tariff concessions and exemptions)* – сокращение таможенных пошлин для отдельных отраслей промышленности, регионов и типов продуктов.

Тарифные концессии могут проявляться в разрешении отсроченной уплаты таможенных пошлин при импорте определенных продуктов или ее уплате по частям в течение нескольких лет, использовании национальной валюты для оплаты и т.п. В Корее, например, такие тарифные концессии предоставляются импортерам машин и оборудования, строительных материалов, при импорте товаров центральным правительством, импорте медицинских препаратов и товаров, ввозимых малыми и средними предприятиями. Тарифными изъятиями считаются скидки с нормального тарифа для определенных видов товаров или их полная отмена. В той же Корее, например, оборудование для производства самолетов имеет 80%-ную скидку с обычного тарифа для оборудования; товары, используемые в научных исследованиях, имеют 80–90%-ную скидку; товары для контроля за окружающей средой – 50%-ную скидку.

При анализе важно установить причины, по которым предоставляются тарифные изъятия и концессии, и их масштаб. Тарифные изъятия и концессии не должны использоваться как средство обхода официального тарифа. Объем импорта, использующий концессии и изъятия, не должен превышать 1%. Наличие изъятий обычно усложняет тариф, делает его менее транспарентным и создает возможности для злоупотреблений. Для определения масштаба изъятий можно рассчитать подразумеваемую среднюю тарифную ставку. Потенциально все концессии и изъятия

должны быть устранены, а для преференциального ввоза экономически значимых товаров должны использоваться сниженные связанные тарифы.

@ *Прочие налоги и сборы (other duties and charges)* – сборы, накладываемые на импорт, в дополнение к таможенным пошлинам.

Таковых несколько:

• *Импортная доплата (import surcharge)* – временно вводимые дополнительные сборы на импорт в дополнение к регулярным импортным пошлинам.

По правилам ВТО введение дополнительной импортной доплаты возможно, только если сумма применяемого тарифа и импортной доплаты не превышает и уровня связанного тарифа. Импортные доплаты являются мерой, основанной на цене (*price-based measure*), а не количественным ограничением и поэтому приемлемы по правилам ВТО. Тем не менее введение импортной доплаты, которая обычно объясняется правительством как временная мера, необходимая для пополнения доходов бюджета или защиты определенной отрасли, должно быть нотифицировано в Комитет ВТО по ограничениям платежного баланса. Комитет затем периодически проверяет необходимость поддержания импортной доплаты и контролирует ее ликвидацию в соответствии с согласованным со страной графиком.

Например, Корея накладывает дополнительный налог на импорт нефтепродуктов, доходы от которого используются для финансирования энергетических проектов.

• *Косвенные налоги (indirect taxes).* Во многих странах на импорт алкогольных напитков и табачных изделий, автомобилей и нефтепродуктов накладывается НДС и акциз по ставкам, аналогичным действующим на внутреннем рынке.

Например, Швейцария накладывает НДС в размере 7,5% на все импортные товары (стоимость СИФ). Сниженная ставка в 2,3% применяется на импорт товаров для личного потребления, включая мясо, птицу, рыбу, медикаменты, неалкогольные напитки. Автомобильный налог в 4% накладывается на импортируемые автомобили и запчасти. Швейцария также устанавливает акциз на алкогольные напитки, табак и соль, производство которой находится в государственной монополии.

Если одна и та же ставка НДС применяется к продуктам, произведенным внутри страны, и ко всем импортным товарам и прибавляется к цене СИФ плюс импортная пошлина, то считается, что косвенные налоги не направлены на ограничение импорта. Если отдельные национальные товары или импортные товары произведены в странах, пользующихся преференциями, изъяты из-под НДС, тогда как такие же товары, ввозимые из стран, не имеющих преференций, им облагаются, НДС начинает выполнять роль дополнительного тарифа, реально сокращая торговлю. Важно также учитывать, что иностранные экспортеры нередко получают возврат НДС, уплаченного на различных стадиях производства экспортного товара, а местные производители аналогичных товаров не могут вернуть НДС. В результате импортные товары оказываются при прочих равных условиях конкурентоспособнее местных. Акциз также может использоваться как средство дискриминации импорта, если он накладывается на импортные товары, но не на аналогичные, произведенные внутри страны.

• *Другие сборы (other charges)* – дополнительные сборы с импортеров, повышающие цену импорта.

Во многих, особенно развивающихся, странах, где налоги на импорт являются наиболее надежным источником государственных доходов, введены многочисленные дополнительные сборы с импортеров. Внешне некрупные, они в сумме, тем не менее, могут составлять значительное финансовое бремя для импортера или экспортера и тем самым затруднять торговлю. В их число входят административные, комиссионные сборы,

складские платежи, платежи в пользу таможенных, портовых, пограничных служб, взносы в пользу профсоюзов, охраны окружающей среды, платежи за бланки документов, за обработку документов, за проведение таможенной инспекции и пр.

Анализ прочих налогов и сборов на импорт должен установить, в каких – чисто фискальных или протекционистских – целях введены дополнительные налоги на импорт; связаны ли прочие налоги и сборы в рамках ВТО; соответствуют ли они уровню, зафиксированному в списках обязательств. Для выяснения реального воздействия прочих налогов и сборов на импорт необходимо установить механизм их взимания – чаще всего НДС накладывается на импортную стоимость товара, включая все импортные пошлины, портовые и прочие сборы и акциз; акциз обычно накладывается на розничную цену товара (импортная цена плюс тариф) без НДС. Однако практика может отличаться от страны к стране.

Анализ тарифов и прочих сборов необходимо завершить расчетом эффективного уровня тарифной защиты (*effective rate of tariff protection*) как суммы всех пошлин, налогов и прочих сборов, накладываемых на ключевые для экономического развития товары. Такой расчет может представлять значительную сложность, поскольку налоговая база для каждого вида сборов может быть различна. Проще всего такой расчет сделать совместно с сотрудниками таможенных органов, которые лучше представляют механизм и последовательность взыскания сборов с каждого товара. Расчет эффективного уровня тарифной защиты необходим для того, чтобы составить мнение о его общем уровне и ответить на основной вопрос: способствует ли тарифная политика экономическому росту или препятствует ему? Числового значения оптимального уровня тарифной защиты не существует, он будет разным от страны к стране и должен устанавливаться на основе суждения. Уровень таможенной защиты, кажущийся недостаточным и наносящим ущерб молодым отраслям в одной стране, для другой страны может быть чрезмерным, затрудняющим международную конкуренцию и тормозящим тем самым развитие традиционных отраслей (*пример 7.2*).

Пример 7.2. Япония: тарифы и прочие сборы

Таможенный тариф. По состоянию на 2000 г. таможенный тариф Японии включал 9029 позиций на уровне 9 знаков Гармонизированной системы. Тариф состоит из трех колонок таможенных пошлин – установленные законом применяемые тарифы; связанные тарифы и преференциальные тарифы. При этом применяемые тарифы состоят из постоянных и временных ставок. Последние, хотя и временные, не имеют срока действия и продлеваются из года в год. К импорту из стран–членов ВТО применяется низшая из применяемых (постоянная или временная) связанных ставок.

Связанные тарифы. Япония связала в рамках ВТО 98,9% всех тарифных линий; 37,1% тарифных линий связаны на нулевом уровне; простой средний связанный тариф составляет 6,6% и не менялся в последние годы. Только 1,1% (99 тарифных линий) не имеют связанных тарифов. Япония решила не связывать свои тарифы на такие важные товары, как продукция рыболовства, некоторые продукты деревообработки и нефть. Связанные тарифы превосходят изменяемые только на некоторые сельскохозяйственные и пищевые товары, алкоголь, табак, химические и нефтепродукты.

Применяемый тариф. Средний применяемый тариф составляет 6,5% и возрос на 1 процентный пункт с 1998 г. Таким образом, связанный тариф практически совпадает

Продолжение

с применяемым, что обеспечивает высокую степень предсказуемости японской тарифной политики. Правда, разброс тарифов весьма высок: применяемый тариф на сельхозпродукты равен 17%, на промышленные товары – 3,9%. Количество тарифных пиков, определенных как тариф, превосходящий средний в три раза, составляет 5,9% всех тарифных линий и сократилось после 1998 г. на 1 процентный пункт. Стандартное отклонение тарифа составило в 2000 г. 24,8% (по сравнению с 7,4% в 1998 г.), а коэффициент вариации возрос соответственно с 1,4 до 3,8.

Примерно 37% тарифных линий имеют нулевой тариф, и ожидается, что эта доля возрастет до 41% после того, как Япония выполнит все условия соглашений Уругвайского раунда. Примерно 7% тарифных линий имеют не адвалорные тарифные ставки, которые включают составные ставки (*compound rates*) – адвалорные и специфические; альтернативные ставки (*alternate duties*) – специфические или адвалорные, в зависимости от того, какая выше; дифференцированные ставки (*differentiated rates*) – специфические ставки, изменяющиеся в зависимости от разницы между стандартной импортной ценой, устанавливаемой властями, и действительной импортной ценой; скользящие ставки (*sliding duties*) – специфическая ставка тарифа на импорт до достижения им определенного уровня; если импорт показывается ниже этого уровня, ставка тарифа прогрессивно сокращается и доходит до нуля.

Тарифные квоты. Они распространяются на 20 групп сельскохозяйственных товаров и возникли как обязательство в рамках Соглашения ВТО по сельскому хозяйству тарифицировать количественные импортные ограничения. Все внутриквотные тарифы – адвалорные. Средняя величина внутриквотного тарифа составляет 18,9%, тогда как соответствующий средний внеквотный тариф равен 111,7% и играет явную протекционистскую роль. Механизм распределения квот не вполне прозрачен. Власти заявляют, что он основан на исторических тенденциях импорта конкретного сельскохозяйственного товара.

Тарифная эскалация. Наблюдается в области тарифов на импорт продуктов питания, текстиля, химических товаров и кожаных изделий.

Тарифные уступки и изъятия. Предоставляются при импорте товаров для дипломатов, для реэкспорта и реимпорта, на сырье для производства экспортных товаров, на импорт помощи в случае стихийных бедствий, на самолеты и их части. Япония также предоставляет односторонние тарифные преференции наименее развитым странам и другим развивающимся странам, которые запросили преференциальный статус. Япония пересматривает характеристики, необходимые для получения преференций, ежегодно исключает или включает страны в преференциальный список.

Прочие налоги и сборы. Ставки налога на добавленную стоимость и акцизный налог на алкоголь, табак, бензин и автомобили на импортные товары аналогичны ставкам на товары, произведенные в Японии. Налогооблагаемой базой для НДС служит импортная стоимость плюс таможенные пошлины и акцизный налог. Тем самым налоговая система не является дискриминационной в отношении импортных товаров.

Нетарифное регулирование и контроль

Хотя по правилам ВТО импорт должен регулироваться преимущественно с помощью тарифов, нетарифное регулирование и контроль продолжают оставаться важными мерами, применяемыми к импорту во многих странах. Только часть из них – как, например, импортное лицензирование – подпадает под правила

ВТО. Остальные регулируются национальным законодательством и двусторонними соглашениями. Нетарифное регулирование не должно быть основным способом регулирования торговли и не должно быть дискриминационным – оно должно распространяться одинаково на всех торговых партнеров.

@ *Запреты на импорт (import prohibitions)* – перечень товаров, установленный в законодательстве, импорт которых не разрешается.

Запреты на импорт могут вводиться и поддерживаться по соображениям национальной безопасности, санитарных и фитосанитарных требований, морали, защиты окружающей среды или в соответствии с решениями международных органов, например ООН. В последнем случае запрет импорта приобретает форму импортных санкций (*import sanctions*). Например, в соответствии с резолюциями ООН, Чешская Республика наложила в начале 2000 г. эмбарго (торговые санкции) на воздушные перевозки и финансовые операции с Афганистаном, воздушные перевозки, торговлю нефтью и финансовые операции с УНИТА в Анголе, на торговлю нефтью и на импорт бриллиантов из негосударственных источников в Сьерра-Леоне, торговое эмбарго, эмбарго на воздушные перевозки и финансовое эмбарго на поставки в Ирак.

Типичный список товаров, импорт которых запрещен, обычно включает дистилляторы для перегонки спирта; денатурированный, этиловый и ментоловый алкоголь; яды и наркотики; публикации, противоречащие нормам общественной морали. Список товаров, запрещенный к импорту, обычно является частью национального закона о таможенном тарифе или вводится резолюцией исполнительных органов власти. Запрещенные товары могут быть конфискованы на границе или власти могут возвратить их по месту отправки за счет импортера. Списки товаров, запрещенных к импорту, различаются от страны к стране и могут включать запрет на импорт зараженных туш животных, попугаев и опасных видов вооружений, бренди, виски и рома, если они не хранились в деревянной таре в течение трех лет до момента импорта (Гана), изображения иностранных валют (Бруней, в целях борьбы с фальшивомонетчиками), товары, не имеющие четкого указания страны происхождения (Гватемала).

Макроэкономически подробный анализ импортных запретов имеет смысл только в случае, если они затрагивают значительную часть импорта, вводятся и отменяются спорадически и похоже, что используются как средство дискриминации против отдельных стран или для защиты определенных внутренних отраслей. В ряде стран запрет на импорт может отрицательно влиять на развитие конкурентоспособности национальных отраслей промышленности, как это было в Корее, поддерживавшей в конце 90-х гг. запрет на импорт кинокамер, керамики, посуды и часов из Японии в безуспешной попытке сбалансировать торговлю с этой страной. В целях транспарентности импортный запрет должен вводиться в качестве отрицательного списка (*negative list*) – исключительного перечня товарных позиций в соответствии с Гармонизированной системой, импорт которых запрещен.

@ *Импортный контроль (import control)* – импорт определенных товаров по разрешению и под непосредственным контролем государственных органов для обеспечения соблюдения определенных правил импорта, но не его ограничения.

Стандартный набор товаров, импорт которых разрешен под государственным контролем, включает медикаменты, химикаты, мясные продукты, оружие и боеприпасы, игровые автоматы, телекоммуникационное оборудование, радиоактивные материалы, семена, подержанные автомобили и запчасти. В некоторых странах под импортные ограничения и контроль подпадают такие конвенциональные товары, как сахар, соль, древесина, что обыч-

но означает попытку государственных властей поддержать цены на эти товары, которые производятся также внутри страны. Импорт товаров, которые подпадают под импортные ограничения, осуществляется на основе разрешений на импорт (*import permit*). В отличие от импортного лицензирования, задача импортного контроля заключается в обеспечении соблюдения импортерами правил импорта. Разрешение на импорт выдается обычно отраслевым министерством, импортная лицензия – министерством торговли. Примером таких правил могут служить правила импорта автомобилей на Маврикии: возраст автомобилей не должен превышать 5 лет; принадлежать лицу, указанному в погрузочных документах; иметь руль справа, оригинальное шасси и регистрацию страны происхождения.

@ *Импортное лицензирование (import licensing)* – административная процедура, требующая предоставления в соответствующий административный орган заявления или другого документа в дополнение к документам, предоставляемым для таможенных целей, как условие разрешения импорта товара.

Правила импортного лицензирования регулируются Соглашением ВТО об импортном лицензировании, соблюдение которого обязательно для всех членов ВТО. Введение новых правил и изменение в существующих правилах импортного лицензирования должны быть нотифицированы правительством страны в ВТО по установленной форме в течение 60 дней со дня публикации. Импортные лицензии обычно вводятся как средство ограничения импорта по тем же соображениям, что и запрет импорта. Иногда в числе дополнительных причин введения лицензирования называются религиозные соображения, ценовая стабильность, обеспечение стабильности поставок, защита национального культурного наследия.

• *Автоматическое импортное лицензирование (automatic import licensing)* – выдача лицензий в любом случае, если соблюдены правила подачи заявления. Используется для сбора статистической и иной информации об импорте определенного продукта. Такая лицензия должна выдаваться немедленно при предоставлении заявления, но в любом случае не позже 10 дней. Автоматические лицензии должны быть заменены более подходящими административными процедурами.

• *Неавтоматическое импортное лицензирование (non-automatic import licensing)* – выдача лицензий, которые не подпадают под определение автоматических лицензий. Используется для администрирования количественных ограничений на торговлю, разрешенных по правилам ВТО. Неавтоматические лицензии должны выдаваться в течение не более 30 дней со дня подачи заявления, не оказывать ограничивающего воздействия на импорт других товаров. Государственные органы, выдающие лицензии, не должны подвергать дискриминации различные компании, подавшие заявление на получение лицензии. Причины отказа должны быть четко объяснены заявителю. В некоторых странах публикуется позитивный список (*positive list*) импортных товаров и операций, для осуществления которых требуется получение неавтоматической импортной лицензии (Бразилия).

Режим лицензирования импорта важен для макроэкономического анализа, если он является важным инструментом регулирования импорта в анализируемой стране, если механизм лицензирования настолько усложнен, что становится серьезным препятствием на пути импорта, и если процедуры выдачи лицензий недостаточно транспарентны и оставляют место для различного рода злоупотреблений.

@ *Импортные квоты (import quotas)* – ограничения, налагаемые импортирующей стороной, на объем или стоимость импорта определенного товара.

Импортные квоты как разновидность количественных ограничений возможны

по правилам ВТО, перечисленным в статье XIII ГАТТ: размеры квот должны быть фиксированными и объявленными публично и заблаговременно. Квоты обычно устанавливаются на год и распределяются между потенциальными поставщиками в соответствии с установленной в данной стране процедурой. Эта процедура должна быть транспарентной и конкурентной. В некоторых странах импортные квоты устанавливаются только для частных, а не государственных импортеров. Квота, не вычерпанная в течение текущего года, обычно не должна переноситься на следующий год. Власти должны выдавать импортеру, получившему право на импорт товара по квоте, сертификат установленного образца, подтверждающий это право на время действия квоты.

До 2005 г. во многих развитых странах импортные квоты применялись при импорте текстиля и одежды в соответствии с Соглашением ВТО по текстилю и одежде. Соглашение предусматривало «интеграцию» торговли этими товарами в рамки правил ВТО, применяемых для других товаров, путем постепенного устранения импортных квот. Программу интеграции каждая страна должна была разработать и опубликовать самостоятельно. Например, США обязались устранить в 1995 г. квоты на 16% импорта текстиля и одежды, в 1998 – на 17%, в 2002 – на 18%, а оставшиеся квоты – в 2005 г. Поскольку каждая страна, накладывавшая импортные квоты, была свободна при выборе перечня товаров для каждой фазы интеграции, на начало XXI века была либерализована преимущественно торговля теми текстильными товарами, которые и так могли импортироваться вне квот. Основное бремя устранения импортных квот было оставлено на 2004–2005 гг. После устранения квот на мировой рынок хлынул поток дешевого китайского текстиля и одежды, который побудил многие страны ввести запретные тарифы.

Пример 7.3. Ю. Корея: нетарифное регулирование и контроль импорта

В рамках реформ торгового режима, осуществленных в 1997–2000 гг., Корея существенно упростила систему мер нетарифного регулирования импорта.

Запрет импорта. Ю. Корея вводит временный запрет на импорт животноводческой продукции только в случае вспышки болезней в отдельных странах-экспортерах, а также запрещает импорт товаров, содержащих диоксиды, и генетически модифицированных продуктов. Запрет на импорт не играет роли защиты отдельных отраслей от иностранной конкуренции и касается незначительной доли стоимостного объема импорта.

Лицензирование импорта. Получение лицензии на импорт, которая одновременно является разрешением на импорт, требуется для ввоза 57 сельскохозяйственных, сырьевых, химических и иных товаров. Перечень министерств и ведомств, ответственных за выдачу соответствующих лицензий, содержится в Консолидированном уведомлении, опубликованном корейским правительством. Заявления на получение импортной лицензии рассматриваются и одобряются правительственными органами по согласованию с национальной ассоциацией производителей соответствующего товара. Это создает потенциальную возможность конфликта интересов между национальными производителями, стремящимися поддержать свою долю на внутреннем рынке, и иностранными поставщиками.

Импортные квоты. В начале 2000 г. Ю. Корея накладывала квоты на импорт двух товаров (рис и говядина) и административные ограничения на импорт еще восьми мясных продуктов из отдельных стран. Квоты на рис и говядину затрудняют конкуренцию местных производителей с иностранными и тем самым не способствуют росту эффективности производства. Правительство уведомило ВТО о намерении устранить эти квоты.

Экономическую обоснованность квот можно перепроверить на базе данных о внутреннем потреблении, производстве и импорте товара, на импорт которого накладывается квота, и цен квотируемых товаров. Размер квоты может считаться оправданным, если он равняется или больше разности потребления и внутреннего производства данного товара. В Японии, например, так рассчитывают размер квоты на импорт рыбы. Если правительство ставит задачу сохранения внутренних цен на импортируемый по квоте товар, чтобы поддержать национальных производителей, размер квоты устанавливается как точная разность внутреннего производства и потребления за прошлый год или несколько прошлых лет, увеличенная на средний прогнозируемый темп роста каждого из показателей в следующем году (*пример 7.3*).

Технические барьеры в торговле

Технические препятствия для импорта могут возникать в результате существования различных стандартов, санитарных и иных технических регулирований и требований в отдельных странах, а также длительных и сложных национальных процедур по оценке соответствия (*conformity assessment*) импортных товаров национальным стандартам и иным техническим требованиям. Технические требования могут быть серьезным препятствием на пути импорта, сильно его ограничивать или даже полностью блокировать, поскольку затраты на приведение экспортного продукта в соответствие с техническими требованиями страны-импортера – на перевод стандартов, приглашение экспертов для разъяснения их деталей, перестройку производственных мощностей, оплату оценки соответствия – могут быть запретительными для производителя и экспортера. Во избежание этого страны ВТО подписали Соглашение по техническим барьерам в торговле (ТБТ – *Agreement on Technical Barriers to Trade, TBTs*). Поэтому, в особенности если страна не является членом ВТО или жестко не следует требованиям соглашения, возможно, что технические препятствия оказывают серьезное воздействие на импорт и тем самым важны с макроэкономической точки зрения. Соответствие техническим и санитарным нормам является условием импорта товаров, поэтому технические препятствия в торговле относятся к числу характеристик импортного режима.

@ *Технические нормы и стандарты (technical regulations and standards)* – документы, регламентирующие технические характеристики (размер, форму, дизайн, функции и пр.), которым должен соответствовать товар как условие разрешения его к продаже.

По правилам ВТО различие между техническими нормами и стандартами заключается в том, что требование о соответствии техническим нормам является обязательным – если товар им не соответствует, его не разрешают к продаже. Соответствие стандартам – дело обычно добровольное: товар, не соответствующий стандартам, может быть разрешен к продаже, но потребитель может отказаться покупать его, если, например, стандарт розетки не соответствует стандарту штепселя. Основные принципы Соглашения ВТО по ТБТ: технические барьеры не должны использоваться как препятствие в торговле, они должны применяться одинаково к аналогичным товарам из всех стран (принцип недискриминации) и к национальным, и импортным товарам (принцип национального режима); должны быть по возможности гармонизированы на основе международных стандартов; согласование стандартов может быть заменено соглашением об эквивалентности – технические нормы могут быть различны, но тем не менее обеспечивать достижение одной и той же цели; должно существовать взаимное признание оценки соответствия техническим нормам и стандартам.

Хорошим показателем возможного воздействия технических норм и стандартов на торговлю является тренд в принятии новых стандартов в данной стране, особенно количество принятых международных стандартов и национальных стандартов, основанных на международных, но с учетом национальных особенностей. Обычно о принятии новых стандартов страны уведомляют Международную организацию по стандартизации (*International Organization for Standardization*, ISO), откуда можно получить информацию о соответствии новых национальных стандартов международным. Другим показателем может быть факт принятия или непринятия органами по стандартизации данной страны Кодекса ВТО, касающегося лучшей практики в подготовке, принятии и применении стандартов (*Code of good Practice for the Preparation, Adoption, and Application of Standards*), который является приложением к Соглашению о технических барьерах в торговле. Что касается уровня взаимного признания стандартов и технических норм, то хорошим показателем может служить количество соглашений, подписанных соответствующей национальной организацией по стандартизации с аналогичными организациями в других странах. Если такие соглашения включают всех основных торговых партнеров данной страны, то технические нормы и стандарты, скорее всего, не будут макроэкономически важным препятствием на пути импорта.

@ *Маркировка и упаковка (labeling, marking, and packaging)* – надпись или наклейка с надписью, содержащая его название, описание и другую информацию, размещаемые на товаре или его упаковке.

Правила маркировки и упаковки не регулируются напрямую ВТО, хотя в ряде соглашений подчеркивается, что они не должны быть препятствием в торговле. В Бразилии, например, национальное законодательство требует, чтобы маркировка предоставляла потребителю достоверную, ясную, точную и легко читаемую информацию о таких чертах товара, как его количество, качество, состав, цена, гарантии, срок годности, происхождение и риски для здоровья и безопасности покупателя. Причем вся эта информация должна содержаться на импортируемом товаре по-португальски, а все измерения должны быть метрическими. Аналогичные требования к маркировке предъявляет большинство стран, и они не считаются излишне затрудняющими торговлю.

@ *Санитарные и фитосанитарные требования (sanitary and phytosanitary measures)* – мероприятия, направленные на охрану здоровья людей, растений и животных от зараженных импортных товаров.

Для членов ВТО применение таких требований к импортируемым товарам регулируется Соглашением по санитарным и фитосанитарным (относящимся к растениям) мерам, которое устанавливает следующие базовые правила: каждая страна может разрабатывать и применять свои санитарные стандарты, которые должны быть научно обоснованы; ограничения на импорт по санитарным соображениям должны вводиться только для целей защиты жизни и здоровья людей, животных и растений; такие ограничения должны применяться одинаково ко всем странам, из которых могут поставляться зараженные продукты; для разработки национальных санитарных стандартов рекомендуется использовать существующие международные стандарты. Это соглашение дополняют условия соглашения о технических барьерах в торговле.

Существенный макроэкономический эффект может возникнуть, только если санитарные требования сильно отличаются от международных и если национальная процедура оценки соответствия сильно усложнена и дорогостояща. Все страны, вводящие ограничения на импорт по санитарным соображениям, имеющие

или принимающие новые требования о соответствии импортируемых товаров национальным санитарным нормам, должны опубликовать надлежащие нормы и нотифицировать их существование в ВТО, предоставить копии текстов по запросу членов и быть готовыми ответить письменно на вопросы, которые могут возникнуть. Тексты уведомлений и последующее обсуждение санитарных норм в рамках Комитета ВТО по санитарным и фитосанитарным мерам могут служить хорошим показателем того, насколько такие меры ограничивают торговлю. Обычно санитарные меры, которые сильнее всего ограничивают импорт и могут иметь серьезные макроэкономические последствия, вызывают наибольшее количество письменных вопросов, длительные дискуссии и могут привести к возбуждению дела против страны, их введшей, в рамках механизма ВТО по урегулированию споров (*dispute settlement mechanism*).

@ *Требование о содержании местных компонентов (local content requirements)* – правительственные меры, устанавливающие минимальный размер компонентов, произведенных внутри страны, которые должны быть включены в товар.

Минимальный размер содержания местных компонентов может быть установлен по весу, объему, стоимости. Требованием о содержании местных компонентов может также считаться предоставление экспортного финансирования или налоговых льгот местным компаниям, которые включают в свои продукты местные компоненты, на определенном уровне от добавленной стоимости. Требование о содержании местных компонентов противоречит условиям Соглашения ВТО по инвестиционным мерам, связанным с торговлей (*Agreement on Trade-Related Investment Measures*), и должно быть устранено во всех странах ВТО.

@ *Кампании за бережливость (frugality campaigns)* – пропагандистские мероприятия, призывающие потребителей воздерживаться от приобретения иностранных товаров.

Такие кампании не запрещены напрямую правилами ВТО и могут оказывать существенное влияние на размеры импорта. Например, в 1996 г. в разгар финансового кризиса в Корее была начата кампания за бережливость: граждан призвали ограничить потребление, особенно иностранных, предметов роскоши (автомобилей, косметики, модной одежды, напитков, сигарет) и увеличить сбережения. Правительство отрицало свое участие в этой кампании и даже послало циркуляр в министерства и письма неправительственным организациям, разъясняющие преимущества открытой торговли и иностранной конкуренции. Тем не менее в результате кампании продажи в Корее американских автомобилей сократились настолько, что правительство США было вынуждено оказать давление на правительство Кореи и подписать с ним «меморандум о понимании». В нем оговаривалось, как корейские власти должны вести разъяснительную работу среди общественности относительно преимуществ свободной торговли.

Чрезвычайные меры

В случае рыночных колебаний и некорректного применения правил международной торговли правила ВТО предусматривают возможность принятия трех типов мер чрезвычайной торговой защиты: антидемпинговых мер в случае демпинга, компенсационных мер в случае субсидий и предохранительных мер в случае резкого роста импорта. Применение каждого типа мер требует обоснования в соответствии со строго регламентированными процедурами.

@ *Чрезвычайные меры (contingency measures)* – возможные по правилам ВТО меры торговой защиты, которые могут вводиться для нейтрализации воз-

действия демпинга, дотаций и резкого роста импорта, наносящих урон внутреннему рынку.

Демпингом считается продажа товара на экспорт по цене ниже той, по которой он продается на внутреннем рынке экспортирующей страны. Цена внутреннего рынка считается репрезентативной, если продажи на внутреннем рынке составляют более 5% экспорта товара в импортирующую страну. Дотацией считается финансовая выплата правительства производителю или экспортеру определенного продукта, позволяющая экспортировать его по более низким ценам. Наконец, резким считается такой рост импорта определенного продукта в результате снижения импортных тарифов и принятия других мер по либерализации, который наносит или угрожает нанести урон местным производителям таких же продуктов.

@ *Антидемпинговые меры (antidumping measures)* – импортные пошлины сверх обычных таможенных пошлин, которые могут накладываться на импорт конкретного товара, в случае если факт его демпинга доказан в соответствии с правилами ВТО.

Процедуры, связанные с определением случая демпинга, регулируются Соглашением ВТО по применению статьи VI ГАТТ, так называемым Антидемпинговым соглашением (*Agreement on Implementation of Article VI of the GATT 1994, The Anti-Dumping Agreement*). В соответствии с ним страны могут вводить антидемпинговые меры только при установлении факта демпинга, а также того, что национальные предприятия, выпускающие товары, аналогичные импортным, несут материальный ущерб и что между демпингом и ущербом существует причинная связь. Соглашение описывает в деталях, как должна определяться обычная стоимость товара и его экспортная стоимость; методологию их сравнения, включая вопросы конвертации валют; расчет демпинговой маржи (*dumping margin*); определение понятий «такой же продукт», «внутренняя промышленность», «ущерб»; методы анализа ценового и количественного воздействия демпинга на внутренние отрасли, а также методологию определения причинной связи между демпингом и наносимым ущербом.

@ *Компенсационные меры (countervailing measures)* – импортные пошлины сверх обычных таможенных пошлин, которые могут накладываться на импорт конкретного товара, в случае если факт его субсидирования доказан в соответствии с правилами ВТО.

Использование компенсационных мер регулируется Соглашением ВТО по субсидиям и компенсационным мерам (*Agreement on Subsidies and Countervailing Measures, The SCM Agreement*). Как и в случае других чрезвычайных мер, использование компенсационных мер требует подтверждения того, что субсидированный экспорт действительно имеет место, что наносится ущерб внутренним отраслям промышленности и существует казуальная связь между субсидированным экспортом и ущербом.

@ *Предохранительные меры (safeguards)* – временные меры, нацеленные на сокращение импорта определенного продукта для того, чтобы позволить внутренним отраслям приспособиться к непредвиденному росту его импорта, который наносит или может нанести серьезный ущерб национальному производству этого продукта.

Такие меры могут иметь форму приостановки действия того или иного обязательства, принятого в рамках ВТО, временного введения количественных импортных ограничений или повышения импортной пошлины сверх связанного уровня.

Применение предохранительных мер регулируется для стран–членов ВТО Соглашением ВТО по предохранительным

мерам (*Agreement on Safeguards, The SG Agreement*). В отличие от антидемпинговых и компенсационных мер, которые вводятся в отношении импорта конкретного продукта из конкретной страны, предохранительные меры должны применяться на базе РНБ к импорту из всех стран, постепенно сокращаться и отменяться, применяющая их страна должна платить компенсацию странам, чей экспорт затрагивается такими мерами. Соглашение о предохранительных мерах устранило возможность применения двусторонних «добровольных ограничений экспорта» (*bilateral voluntary export restraints*), «соглашений об упорядочении сбыта» (*orderly marketing agreements*) и прочих мер, ограничивающих импорт, но не регулируемых многосторонними торговыми правилами.

@ *Специальные предохранительные меры (special safeguards)* – разновидность предохранительных мер, применяемых к торговле сельскохозяйственными продуктами в соответствии с Соглашением ВТО по сельскому хозяйству, которое разрешает странам-импортерам вводить тарифы, превышающие связанные, если объем импорта определенного продукта превышает определенный триггер-объем (*trigger-level*) или цена падает ниже определенной триггер-цены (*trigger-price*)[1].

С точки зрения анализа экономики чрезвычайные меры торговой политики важны, если их использование носит систематический характер, и возможно, что они используются как средство скрытого протекционизма для защиты слабых отраслей, а не как средство борьбы с нечестной конкуренцией. Анализ чрезвычайных мер торговой защиты можно производить по следующей схеме: наличие в стране законодательства, регулирующего применение каждой из трех мер торговой защиты, и степень его соответствия правилам ВТО; динамика количества расследований по вопросам демпинга и субсидий и резкого роста импорта и соответственно динамика применения антидемпинговых, компенсационных и предохранительных мер; отрасли анализируемой страны, в наибольшей степени затронутые такими мерами; страны – торговые партнеры, против которых применяются защитные меры; динамика и существо споров в рамках механизма ВТО по урегулированию споров по вопросам защитных мер; количество отозванных жалоб на применение таких мер и количество защитных мер, реально применяемых; соблюдение правил ВТО в использовании защитных мер; наличие соглашений, заставляющих «добровольно» ограничивать экспорт в анализируемую страну, обычно под угрозой применения ею защитных мер; механизм пересмотра и истечения срока действия защитных мер (*пример 7.4*).

Государственное участие

Определение правил государственного участия в международной торговле важно, поскольку государство в своих действиях обычно руководствуется иными целями, чем частные предприятия. Считается, что задача частного предприятия состоит в максимизации прибыли, получаемой от торговли, тогда как задачи государства чаще всего иные – обеспечение минимального уровня снабжения внутреннего рынка, поддержание цен на наиболее важные товары, получение доходов в бюджет и пр. Поэтому для того, чтобы частные предприятия, с одной стороны, и государство и государственные предприятия, с другой, могли конкурировать в международной торговле на равных, ВТО устанавливает специальные правила функционирования государства и государственных предприятий. Наиболее типичными формами участия государства в международной торговле являются государственные закупки, госу-

[1] Триггер (*trigger*) – условие или параметр, достижение которого влечет определенные действия.

Пример 7.4. США: применение чрезвычайных мер торговой защиты

США активно используют чрезвычайные меры торговой защиты в арсенале своей внешнеторговой политики. Правовой основой является «Тарифный акт 1930 г.» с поправками, внесенными в 1979 г. Ответственность за проведение антидемпинговых расследований и расследований о введении компенсационных мер лежит на Департаменте торговли.

Антидемпинговые меры. В начале 2000 г. США открывали порядка 40–45 антидемпинговых расследований в год, примерно 40% из которых относилось к импорту стали. Другие отрасли, затронутые антидемпинговыми расследованиями, включают сельское хозяйство и продовольствие, компьютеры, полупроводники, резину, текстиль и химикаты. Примерно 40% расследований не установили факта демпинга, тогда как в остальных случаях были применены временные антидемпинговые меры. Объем импорта, попавший под антидемпинговые меры, составил примерно 3 млрд. долл. В 2000 г. США применяли антидемпинговые меры к импорту из 41 страны, включая Ю. Корею, Японию, Китай, Индонезию, Индию, Россию и страны ЕС. Ю. Корея, Япония и Индия оспаривали использование антидемпинговых мер через механизм ВТО по разрешению споров.

Компенсационные пошлины. США осуществляли примерно 7–8 расследований в год по вопросам применения компенсационных пошлин против субсидируемого импорта. Среди стран, импорт из которых исследовался на предмет субсидий, можно отметить Ю. Корею, Италию, Аргентину, Францию, Индию, Бразилию, Бельгию, Канаду и пр. На 2000 г. США использовали компенсационные меры в 41 случае, 70% из них были направлены на защиту американской сталелитейной промышленности. Кроме того, в тот же период США заключили 7 соглашений о временной приостановке (*suspension agreements*) антидемпинговых расследований и расследований о введении компенсационных мер. В основе таких соглашений лежала договоренность о том, что экспортирующие страны ограничивают экспорт товара, по которому ведется антидемпинговое расследование, или устраняют субсидирование экспорта. Такие соглашения чаще всего заключались по вопросам торговли сталью, текстилем, ураном. Основным партнером США по этим соглашениям была Россия.

Защитные меры. В начале 2000 г. США использовали защитные меры только в четырех случаях, все из которых стали предметом спора в рамках механизма ВТО по урегулированию споров. Защитные меры принимали форму количественных ограничений импорта, увеличения тарифа или введения тарифной квоты и не носили сколько-нибудь системного характера.

Очевидно, что использование чрезвычайных мер торговой защиты в США было направлено прежде всего на поддержание национальной сталелитейной и текстильной промышленности. Это может быть косвенным свидетельством недостаточной международной конкурентоспособности этих отраслей американской экономики.

дарственная торговля, создание резервных запасов и соглашения о взаимозачетах.

@ *Государственные закупки (public procurement)* – приобретение товаров правительством и контролируемыми им агентствами для собственного потребления.

Государственные закупки исключены из сферы регулирования правилами ВТО, относящимися к торговле товарами и услугами. Они регулируются Многосторонним соглашением ВТО по государственным закупкам (*Agreement on Government procurement*), которое является многосторонним (*plurilateral*) в том смысле,

что оно обязательно только для подписавших его 25 членов ВТО (развитые страны, Ю. Корея и Гонконг), а не для всех стран–членов этой организации. Смысл соглашения заключается в том, что правительства при осуществлении закупок товаров и услуг не должны подвергать дискриминации национальных и иностранных поставщиков одинаковых товаров (т.е. должны использовать РНБ и национальный режим) – допускать иностранных поставщиков к участию в конкурсном распределении государственных заказов на тех же условиях, что и национальных поставщиков, и обеспечивать транспарентность процесса отбора поставщиков. Правительствам всех остальных стран, не участвующих в Соглашении ВТО по государственным закупкам, могут не предоставлять иностранным поставщикам РНБ, а лишь должны обеспечить справедливое и равное к ним отношение. Правительствам это дает возможность выдавать заказы местным фирмам, даже если их продукт хуже импортного, в целях их поддержки.

Анализ воздействия государственных закупок на внешнюю торговлю обычно важен, поскольку в большинстве стран государство играет весьма существенную роль в экспорте и импорте. Анализ должен ответить на следующие вопросы: каковы масштабы государственного рынка в данной стране (размеры государственных расходов на потребление и инвестиции); каким государственным органам разрешено осуществлять государственные закупки импортных товаров (во многих странах нет центрального государственного органа, отвечающего за закупки товаров для правительства); могут ли государственные закупки осуществляться за рубежом; кроме национальных, какие иностранные фирмы являются основными поставщиками; является ли страна членом или наблюдателем в Соглашении ВТО по государственным закупкам и, если это так, насколько аккуратно она выполняет его основные требования; каким национальным законом регулируются государственные закупки; существуют ли различия в процедурах государственных закупок на общегосударственном и региональном уровнях; каковы объемы государственных закупок импортных товаров, оказывают ли они системное влияние на импорт; предоставляет ли страна национальный режим при правительственных закупках товаров из всех стран, которые, в свою очередь, предоставляют такой же режим ее товарам; какие именно товары являются основным предметом правительственных закупок; насколько значительны различия в ценах на ключевые товары, закупаемые на внутреннем рынке, и аналогичные импортные товары (размеры ценовых преференций, предоставляемых местным фирмам по сравнению с иностранными поставщиками, – обычно порядка 15–20% по товарам и 5–7% по услугам); растет или уменьшается доля иностранных поставщиков в государственных закупках; существуют ли в стране законы, побуждающие или принуждающие государственные органы к покупке национальных товаров в случае, если цены на них выше, чем на аналогичные импортные товары; насколько конкурентен механизм распределения государственных заказов; связаны ли государственные закупки с получаемой иностранной помощью, которая нередко предоставляется на условиях закупок товаров в стране-доноре.

@ *Государственная торговля (state trading)* – торговля, осуществляемая государственными и негосударственными предприятиями, которые в силу полученных от государства привилегий через свои покупки и продажи могут оказывать воздействие на масштабы и направления экспорта и импорта.

Таким образом, по правилам ВТО, государственной считается торговля, осуществляемая как государственными, так и частными предприятиями, в случае если последние получают от государства специальные привилегии (такие как субсидии) или эксклюзивные привилегии,

такие как монополия на производство, потребление или торговлю определенным товаром. Государственные торговые предприятия широко распространены во многих странах мира. Чаще всего встречаются следующие их типы:

• Контролирующие советы по маркетингу (*control marketing boards*) – организации преимущественно в аграрном секторе, которые имеют монополию на производство, распределение и торговлю определенным видом сельхозпродукции.

• Экспортные советы по маркетингу (*export marketing boards*) – организации, обладающие монополией или специальными привилегиями в экспорте или импорте определенного товара.

• Регулирующие советы по маркетингу (*regulatory marketing boards*) – организации, имеющие монополию или специальные привилегии в экспорте или импорте определенного товара, но использующие частные фирмы для осуществления экспорта и импорта.

• Фискальные монополии (*fiscal monopolies*) – организации, создаваемые для торговли товарами, потенциально опасными для здоровья (алкоголь, табак, легковоспламеняющиеся вещества и пр.).

• Направляющие агентства (*canalizing agencies*) – предприятия, распространенные в развивающихся странах, через которые осуществляется экспорт и импорт определенного продукта, обычно в целях стабилизации цен на него.

• Внешнеторговые предприятия (*foreign trade enterprises*) – предприятия, специализирующиеся на торговле определенной номенклатурой товаров, оставшиеся в некоторых странах с переходной экономикой.

Странам, по правилам ВТО, не запрещается иметь или создавать новые государственные торговые предприятия. Основная задача этих правил заключается в обеспечении работы таких предприятий на коммерческой основе, не искажая уровней тарифов, установленных на основе многосторонних соглашений, не применяя мер, запрещенных правилами ВТО, таких как количественные ограничения и субсидии, при регулярном уведомлении ВТО о своей деятельности в целях транспарентности.

При анализе государственной торговли необходимо прежде всего установить ее масштабы, особенно степень влияния на экспорт и импорт. Такие данные обычно найти трудно, поскольку в большинстве стран их просто не существует, но ориентиром может служить доля в общем объеме внешней торговли товаров, на которые существует государственная монополия. В Японии, например, в государственной монополии находится торговля табаком, солью, опиумом, алкоголем, рисом, пшеницей, овсом, молочными продуктами и шелком. Влияние на внешнюю торговлю государственных монополий должно быть весомым. Показателем масштаба такого влияния может быть и количество предприятий, находящихся в собственности государства или контролируемых им через центральные и региональные органы власти, а также количество занятых на государственных предприятиях. Важно установить, какие именно предприятия обладают монопольным правом на торговлю и какими именно товарами. В заключение надо ответить на вопрос, оказывают ли государственные предприятия существенное влияние на уровень и направление торговли страны в целом. Если да, то как это влияет на экономику страны в целом.

@ *Резервные запасы (reserve stocks)* – законодательно установленный размер государственных запасов критически важных импортных товаров на случай непредвиденных обстоятельств.

Требования о создании государственных резервов обычно содержатся в законодательстве стран, сильно зависящих от импорта. Например, Швейцария и Лихтенштейн поддерживают обязательные резервы в размере шестимесячного потребления сахара, риса, пшеницы, пищевого масла, мыла и моющих средств, кофе, удобрений, антибиотиков, топлива, угля и смазочных материалов. Закуп-

ки импортных товаров в стратегические запасы осуществляются государством, нередко по правилам, отличным от прочих государственных закупок.

@ *Соглашения о взаимозачетах (countertrade, offset agreements)* – разновидность бартерных соглашений, позволяющих производить оплату импортных товаров экспортом национальных товаров, без использования валютных расчетов.

Соглашения о взаимозачетах (встречной торговле, компенсационных или бартерных соглашениях) применяются в странах с переходными экономиками и в некоторых развитых странах, в особенности при поставках военного оборудования в развивающиеся страны. Использование офсетов запрещено Соглашением ВТО об инвестиционных мерах, связанных с торговлей. Такие соглашения не могут считаться эффективной формой торговли, поскольку товары обмениваются по произвольно установленным условным ценам, экспортер нередко вынужден принять в оплату ненужный ему товар, который он затем будет пытаться продать на свободном рынке для получения валюты. Подробно анализировать офсеты во всех их формах надо только тогда, когда они макроэкономически значимы, как это было в начале 90-х гг. в России.

Итак, меры торговой политики, непосредственно влияющие на импорт, включают меры по содействию торговле, тарифы и прочие сборы, меры нетарифного регулирования и контроля, технические барьеры в торговле, чрезвычайные меры и меры, связанные с государственным участием в торговле. В целях анализа внешнеторгового режима с точки зрения его воздействия на макроэкономику необходимо обратить внимание только на ключевые меры регулирования импорта в анализируемой стране, которые имеют наиболее существенное воздействие на экономику. Обычно это тарифы и прочие сборы в силу их влияния на доходную часть бюджета, квоты и другие количественные ограничения из-за их воздействия на торговый баланс, чрезвычайные меры, если размеры импорта, затрагиваемые ими, существенны по сравнению с размерами импорта в целом. Анализ макроэкономического эффекта мер импортной политики необходимо осуществлять в товарном и страновом разрезе – по нескольким ключевым товарам импорта и в отношении импорта из нескольких стран – основных торговых партнеров. В подавляющем большинстве развивающихся стран необходимо пристально изучить всего 5–6 товаров и столько же торговых партнеров. В случае развитых стран необходимо проанализировать воздействие мер импортной политики на динамику основных товарных групп и импорт из ключевых торговых партнеров – США ЕС, Японии.

4. ЭКСПОРТНЫЕ МЕРЫ

Анализ экспортного режима любой страны легче, чем анализ ее импортного режима, поскольку большинство стран стремятся максимально упростить экспортные правила, чтобы стимулировать экспорт. Основных правил ВТО, которые регулируют экспорт, всего три – правительства могут устанавливать экспортные пошлины при соблюдении требований РНБ; правительствам разрешено возмещать экспортерам косвенные (но не прямые) налоги, уплаченные ими за экспортный товар; правительства не могут вводить количественных ограничений экспорта, за исключением некоторых четко определенных случаев. Экспортные формальности обычно должны быть минимальными.

Тарифы и прочие сборы

@ *Экспортный тариф (export tariff)* – налог, накладываемый на товар, когда он

вывозится за пределы таможенной территории страны.

Экспортный тариф – явление крайне редкое и встречается чаще всего в развивающихся странах. Основными целями введения экспортного тарифа являются следующие:

- Фискальные. Тариф используется как средство пополнения бюджета, чаще всего развивающимися странами с низкой налоговой дисциплиной, которые не в состоянии обеспечить сбор налога на прибыль. В этом случае экспортный тариф – крайне неэффективный метод привлечения дополнительных доходов в бюджет, поскольку он сокращает экспорт, прибыли экспортеров и может приводить к значительной потере налоговых поступлений в бюджет.
- Корректировка после девальвации. Экспортный тариф может временно вводиться сразу же после девальвации национальной валюты в случае, если более низкие цены на экспортные товары, выраженные в иностранной валюте, не приводят к росту экспорта, но дают чрезмерные доходы экспортерам.
- Улучшение условий торговли. Экспортный тариф используется некоторыми странами, экспортирующими сырье, на которое имеется стабильный и низкоэластичный по цене спрос на мировом рынке, для приближения его экспортной цены к мировой и тем самым улучшения условий торговли.
- Гарантирование снабжения внутреннего рынка. В условиях, когда внутренние цены на экспортные товары намного ниже мировых, могут возникнуть перебои со снабжением такими товарами внутреннего рынка. Более того, национальные производители могут увеличивать производство таких товаров, не учитывая соображения охраны окружающей среды.

Нетарифное регулирование и контроль

Набор инструментов нетарифного регулирования экспорта невелик – запреты, лицензирование, санкции и ограничения экспорта. Страны обычно вводят запреты на экспорт по соображениям национальной безопасности, внешней политики и для предотвращения нехватки товаров внутри страны. Запрет экспорта обычно распространяется на товары, торговля которыми незаконна внутри самой страны (наркотики, нелицензированные медикаменты, фальшивая валюта, произведения искусства, составляющие историческую ценность и т.п.).

Лицензирование обычно вводится на товары, экспорт которых правительство страны стремится контролировать. Экспортная лицензия может требоваться в случае, если товар классифицирован по определенной статье таможенной номенклатуры, экспортируется в определенную страну, покупается определенным импортером, экспортируется в размерах, превышающих установленные количества, может использоваться определенным образом.

Некоторые страны, особенно значимые в масштабах международной экономики, применяют односторонние санкции. Санкции могут вводиться путем запрета или ограничения экспорта в отдельные страны или определенным торговым партнерам в этих странах. Санкции могут быть прямые – непосредственный запрет на экспорт или косвенные – запрет на экспорт странам и компаниям, которые имеют деловые контакты со страной или компанией, куда экспорт запрещен. Например, по состоянию на начало 2000-х гг. США накладывали санкции на 29 стран по причине необходимости контроля случаев распространения оружия, терроризма, национальной безопасности, защиты окружающей среды, наркотиков, экспроприации американской собственности, военных преступлений, нарушения прав человека и пр.

Экспортные ограничения запрещены по правилам ВТО, кроме двух случаев: для предотвращения нехватки продуктов питания или иных жизненно важных товаров и при необходимости внедрения стандартов на классификацию, оценку и маркетинг товаров в международной торговле.

Содействие экспорту

Инструментарий мер содействия экспорту весьма разнообразен – экспортные субсидии, налоговые льготы, а также страхование, кредитование/финансирование и гарантии экспорта. При анализе необходимо прежде всего установить, какие из этих инструментов используются наиболее активно в данной стране, соответствует ли их применение правилам ВТО и до какой степени они оказывают искажающее воздействие на внешнюю торговлю и макроэкономику в целом. Такое воздействие, особенно субсидий, может быть весьма сильным и на бюджет, и на условия торговли, и на распределение ресурсов в экономике. Наиболее важен анализ механизмов содействия экспорту в развитых странах: там он более развит и оказывает наиболее существенное влияние на экспорт и на экономику в целом. Многие развивающиеся страны также используют инструменты содействия экспорту, но в подавляющем большинстве случаев они макроэкономически незначимы, поскольку страна не располагает достаточными финансовыми возможностями, или значимы в отрицательном смысле – оказываются непомерным бременем для бюджета.

@ *Экспортные субсидии (export subsidies)* – финансовый взнос правительства или другой государственной организации, которая дает выгоду тому, кто его получает.

Это несколько нескладно звучащее по-русски определение экспортной субсидии взято из Соглашения ВТО по субсидиям и компенсационным мерам. Оно содержит три компонента, которые должны присутствовать в этой мере торговой политики, чтобы субсидию можно было признать имеющей место по правилам ВТО. Это должен быть: 1) финансовый взнос, а не в натуральной или любой другой форме; 2) взнос правительства или государственной организации, а не неправительственной, международной, частной или другой структуры; 3) взнос, приносящий выгоду (*confer benefit*) получателю, а не бесполезный для него. Если хотя бы одно из трех условий не соблюдается, экспортной субсидии не существует.

Экспортные субсидии обычно подразделяют на сельскохозяйственные и несельскохозяйственные и предоставляются местным производителям экспортных товаров для того, чтобы сделать их товары конкурентоспособными на мировом рынке. Сельскохозяйственными субсидиями (*agricultural subsidies*) считаются субсидии, выделяемые на поддержку товаров, входящих в группы 1–24 Гармонизированной системы, за исключением рыбы и рыбопродуктов, плюс некоторые аграрные товары из групп 29, 33, 35, 38, 41, 43, 50–53. Правила сельскохозяйственных субсидий установлены Соглашением ВТО по сельскому хозяйству. Несельскохозяйственными субсидиями (*non-agricultural subsidies*) считаются субсидии, выделяемые на поддержку товаров, входящих в остальные группы Гармонизированной системы.

Правила регулирования сельскохозяйственных и несельскохозяйственных субсидий в ВТО различны. Наиболее существенное различие заключается в том, что экспортные субсидии на сельскохозяйственные товары разрешены, тогда как экспортные субсидии на несельскохозяйственные товары запрещены:

- При экспорте сельскохозяйственных товаров разрешено использовать экспортные субсидии, но только 6 их видов и при условии, что страна обязалась сократить размер субсидий и количество субсидируемого экспорта. Если страна не приняла в рамках ВТО обязательства сокращать субсидии, их использование в этой стране запрещено.
- При экспорте несельскохозяйственных товаров использование экспортных субсидий и субсидий на импортозамещение запрещено. Экспортная субсидия – финансовый взнос правительства в пользу

конкретного предприятия, региона или отрасли, условием выдачи которого является то, что предприятие будет экспортировать произведенный товар. Субсидии на импортозамещение – финансовые взносы правительства в пользу конкретного предприятия, региона или отрасли, побуждающие их покупать национальные товары вместо аналогичных импортных. Такие субсидии запрещены Соглашением ВТО по субсидиям и компенсационным мерам для всех стран, кроме тех, чей ВВП на душу населения составляет менее 1000 долл.

Если страна, чья экономика рассматривается, приняла на себя обязательство по сокращению сельскохозяйственных субсидий, необходимо проверить соответствие реальных объемов экспортных субсидий и агрегированной меры поддержки обязательств этой страны, содержащихся в списках обязательств, приложенных к Соглашению по сельскому хозяйству. Если субсидии превышают согласованный уровень, необходимо определить степень их искажающего воздействия на экономику в целом. Уровень субсидий необходимо оценить как процент от ВВП и как процент от расходной части государственного бюджета. Кроме того, важно составить список субсидируемых товаров с примерным объемом субсидий в процентах от стоимостного объема их производства или экспорта. Это даст представление о том, насколько важны субсидии для производства и экспорта. Выяснение реального масштаба субсидированного экспорта – обычно очень трудоемкая работа, поскольку источники субсидий – явных и скрытых – многочисленны, разбросаны по министерствам и регионам, а сами субсидии имеют нередко весьма странные названия, могут входить в состав инвестиционных субсидий или быть представлены как государственная помощь. Поскольку все экспортные субсидии и субсидии, относящиеся к сельскому хозяйству, должны нотифицироваться в ВТО, поиск субсидий в анализируемой стране можно начать там.

@ *Налоговые льготы (tax concessions)* – изъятие экспортных товаров из-под экспортных пошлин и других косвенных налогов, а также снижение таких налогов.

Такие изъятия не считаются экспортной субсидией и разрешены по правилам ВТО. Экспортные товары могут быть изъяты из-под налогообложения с помощью следующих налогов: таможенных пошлин и прочих косвенных налогов, накладываемых на ресурсы, затрачиваемые на производство экспортного товара; косвенных налогов на экспорт (экспортных пошлин); косвенных налогов на производство и распределение экспортируемого продукта. Косвенные налоги включают налог на продажу, акциз, НДС, франшизу, почтовый и прочие налоги. В большинстве стран производители сначала платят косвенные налоги, а затем получают компенсацию за уплаченные налоги, в случае если товар был экспортирован. Это является вполне совместимой с нормами ВТО практикой. Однако размер компенсации от государства не может превышать сумм налогов, реально заплаченных экспортером. В случае превышения такая компенсация считается экспортной субсидией, каковые запрещены по правилам ВТО.

В основе изъятия экспорта из-под косвенного налогообложения лежит простое экономическое соображение. В соответствии с принципом предоставления импортным товарам национального режима импортные товары, в добавление к импортной пошлине, могут облагаться всеми теми же внутренними налогами, какими облагаются национальные товары. Следовательно, если экспортеры будут вынуждены платить внутренние налоги в своей стране и затем еще раз платить их в стране, куда их товар импортируется, возникнет двойное налогообложение. Однако экспортный товар может быть изъят только из-под косвенных, но не прямых налогов (таких как подоходный налог или налог на прибыль), которые

должны оплачиваться производителем. Устранение или снижение прямых налогов является запрещенной экспортной субсидией. Экономический смысл различий между прямыми и косвенными налогами заключается в следующем: прямые налоги платятся непосредственно с дохода производителя (предприятия или частного лица) и уменьшают его размер, но не влияют на продажную цену товара, тогда как косвенные налоги напрямую повышают цену экспортного товара.

Экспортное финансирование/кредитование (*export finance/credit*), страхование экспорта (*export insurance*), гарантирование экспорта (*export guarantee*) являются обычной нормой содействия экспорту в международной торговой практике. В большинстве случаев они выступают как макроэкономически значимый элемент торговой политики государства, особенно если правительство проводит программу целенаправленного стимулирования экспорта и имеет на это достаточные средства. Существование развитой системы государственного финансирования и страхования экспорта может свидетельствовать как о стабильности экспорта, во всяком случае ключевых товаров, поддерживаемых правительством, так и о слабости экспортного потенциала в определенных областях, поскольку вынуждает его поддерживать. Разумеется, финансирование и страхование должны осуществляться на условиях, близких к рыночным, и покрывать основные типы рисков. Проблемы возникают, только если экспортное финансирование, страхование ила гарантии приобретают форму скрытой экспортной субсидии. Для ее обнаружения необходимо сопоставить процентные ставки и уровень страховых премий, взимаемых по государственным кредитам и гарантиям экспортерам, с процентом и премией, которые экспортер аналогичного товара был бы вынужден платить, если он кредитовался бы в обычном коммерческом банке.

Интересно также посмотреть на то, какие требования предъявляются в стране к экспортерам или экспортным товарам, для того чтобы они могли получить государственное экспортное финансирование, и каким органом принимается решение о выделении такого финансирования. Необходимо установить размеры экспортного финансирования из всех источников – в абсолютном значении и как процент ВВП, экспорта и общего объема кредита в экономике. Наконец, важны и формы финансирования – прямые выплаты экспортерам, выплаты на субсидирование процентной ставки, сроки погашения кредитов, предусмотренные санкции за просрочку, степень возвращаемости кредитов, масштабы правительственных потерь, если таковые имеются.

Государственное участие

Непосредственное государственное участие в экспорте может заключаться в существовании государственных торгующих предприятий (*state trading enterprises*) и создании зон экспортного производства (*export processing zones*). Как и в случае импорта, государственным предприятиям правительство предоставило монопольное право на экспорт определенных товаров или они пользуются определенными привилегиями от правительства.

@ *Зоны экспортного производства, ЗЭП (export processing zones, EPZ)* – определенные правительством территории с расположенными на них предприятиями, которым разрешен беспошлинный импорт сырья и материалов при условии, что конечный продукт будет экспортирован.

Зоны экспортного производства – характерная черта практически всех развивающихся стран. У них множество других названий – зоны свободной торговли

(*free trade zones*), экспортные зоны, франко-зоны и т.п. Только некоторые из них – там, где имеется дешевая, но квалифицированная рабочая сила, – работают успешно. С макроэкономической точки зрения зоны экспортного производства – явление искусственное. Создание экспортных анклавов чаще всего свидетельствует о слабости экспортного потенциала страны, неспособности властей создать привлекательный инвестиционный режим в стране в целом, острых проблемах с занятостью, неконкурентоспособностью национальных отраслей промышленности на мировом рынке. Зоны экспортного производства привлекают иностранный капитал только в отрасли, связанные с простыми сборочными или перерабатывающими операциями, и практически не способствуют передаче технологии.

Зоны экспортного производства не регулируются правилами ВТО. Однако, поскольку условием функционирования предприятий в такой зоне является экспорт ими продукции, а сами предприятия получают от правительства всевозможные изъятия из-под налогов, импортных пошлин и прочих сборов, возможно возникновение скрытых экспортных субсидий. Для стимулирования экспортного производства правительство может предпринять одно из следующих действий: вернуть налоги и пошлины, уплаченные за импортные товары, потребляемые в производстве экспортных товаров в ЗЭП; изъять из-под налогообложения; сократить налог на такие товары; отсрочить или растянуть сроки его уплаты. Обычно экспортная субсидия возникает в случае, когда правительство после экспорта товара возвращает предприятию сумму большую, чем оно реально уплатило различных налогов на этот товар. Крайне важно учесть, что средства производства (*capital goods*), импортируемые для ЗЭП, не считаются по правилам ВТО материалами, потребляемыми в процессе производства, и поэтому на них не могут распространяться налоговые льготы. В случае, если средства производства для предприятий в ЗЭП пользуются режимом беспошлинного ввоза или предприятиям возвращаются налоги, уплаченные за них после экспорта произведенного с их помощью товара, возникает прецедент экспортной субсидии, запрещенной правилами ВТО. Для возникновения экспортной субсидии требуется, чтобы существовало официальное регулирование, ставящее получение налоговых и иных льгот в зависимость от экспорта продукции. Если предприятие из ЗЭП продает товар на внутренний рынок страны, где ЗЭП расположена, то проблемы экспортной субсидии не возникает вообще.

Итак, меры торговой политики, непосредственно влияющие на экспорт, включают экспортные тарифы и прочие экспортные сборы, меры нетарифного регулирования и контроля, меры содействия экспорту, налоговые льготы и меры государственного вмешательства в экспорт. Экспортный тариф вводится обычно в фискальных целях для корректировки после девальвации, для улучшения условий торговли, для гарантирования снабжения внутреннего рынка. Меры нетарифного регулирования экспорта включают запреты, лицензирование, санкции и ограничения экспорта. Напротив, инструментарий мер содействия экспорту весьма разнообразен – экспортные субсидии, налоговые льготы, а также страхование, кредитование, финансирование и гарантии экспорта. Во многих странах меры поддержки экспорта являются тяжелым бременем для бюджета и могут иметь существенные макроэкономические последствия. Государственное участие в экспорте может заключаться в существовании государственных торгующих предприятий и создании зон экспортного производства. Факт вмешательства государства в экспорт может свидетельствовать о низкой эффективности национального экспортного производства и его международной неконкурентоспособности.

5. ВНУТРЕННИЕ МЕРЫ

При анализе торгового режима страны необходимо уделить достаточное внимание рассмотрению внутренних мер экономической политики, которые могут влиять на торговлю. В конечном итоге все это – макроэкономическая политика государства, но в целях практического анализа обычно рассматривают налоговый режим, государственную поддержку производству, политику в области цен, инвестиций и конкуренции.

Налоговый режим

Уровень и правила внутреннего налогообложения могут быть важным фактором, влияющим на размеры экспорта и импорта. Правила ВТО не регулируют внутренний налоговый режим. Наибольшую важность с точки зрения продвижения товаров представляют налоговые льготы местным производителям, которые потенциально ставят их продукцию в более выгодное положение по сравнению с импортными товарами. Налоговые льготы обычно предоставляются определенным предприятиям, отраслям или регионам как средство привлечения иностранных инвестиций и, тем самым, частичного замещения импорта.

Основными видами налоговых льгот, относящихся к внутреннему налоговому режиму и не затрагивающих импортные и экспортные пошлины, являются:

• Льготы на прибыль и доход – сокращение корпоративного налога, налоговые каникулы, перенос потерь на другой год. Сокращение корпоративного налога (*reduced corporate tax*), обычно на определенный период, используется как способ привлечения иностранных инвестиций. Налоговые каникулы (*tax holiday*) – освобождение новых фирм от всяких или части налогов на протяжении определенного периода (обычно до 5 лет). Перенос потерь на будущий год (*loss carry forwards*) – способ снижения размера эффективного налога, который позволяет предприятиям переносить убытки, зарегистрированные в текущем году, на будущие годы.

• Льготы на инвестиции: ускоренная амортизация (*accelerated depreciation*) – увеличенные отчисления на амортизацию средств производства, что диктуется их естественным сроком жизни, и инвестиционное пособие (*investment allowance*) – сокращение налоговой базы за счет вычета из нее части прибыли, используемой для инвестиций; инвестиционный налоговый кредит (*investment tax credit*) – сокращение налогооблагаемой прибыли в зависимости от размеров инвестиций, превышающих определенный базовый уровень (обычно скользящую среднюю величину инвестиций за 3–5 последних лет).

• Льготы за размер деятельности: сокращение налогов в зависимости от достижения определенного объема продаж, увеличения использования местных компонентов до определенного уровня от конечной стоимости товара, достижения определенного уровня занятости местной рабочей силы на иностранном предприятии.

Важной чертой внутреннего налогового режима, которая потенциально может затруднять или облегчать торговлю, является механизм избежания двойного налогообложения предприятий с иностранными филиалами. Выделяют два основных принципа налогообложения – территориальный и принцип источника доходов. На основе территориального принципа правительство может облагать налогом прибыль фирмы, полученную за рубежом, если фирма зарегистрирована в данной стране. Этот подход действует в США. На основе принципа источника доходов правительство может облагать налогом всю прибыль, полученную на территории данной страны, независимо от места регистрации фирмы. Такой подход используют некоторые латиноамериканские страны.

Многостороннего соглашения об избежании двойного налогообложения не существует, хотя предпринимались попытки его разработки в рамках как ОЭСР, так и ВТО. Вопросы устранения двойного налогообложения регулируются более чем 1300 двусторонними соглашениями, условия которых лучше всего обобщены в публикациях ЮНКТАД.

@ *Соглашения о двойном налогообложении (double taxation treaties)* – двусторонние соглашения между странами, регулирующие вопросы налогообложения многонациональных предприятий.

Обычно такие соглашения устанавливают условия изъятия прибыли, получаемой за рубежом, из-под налогообложения в своей стране, если она подвергается налогообложению за рубежом. Возможен и механизм возврата национальному производителю части налогов, выплаченных им за рубежом.

С точки зрения анализа внешнеторгового режима необходимо определить, имеются ли у страны двусторонние соглашения о двойном налогообложении по крайней мере с первой десяткой ее основных торговых партнеров. Отсутствие или недостаточная эффективность таких соглашений нередко свидетельствуют о непривлекательности инвестиционного климата, наличии налоговых препятствий на пути ввоза инвестиционных товаров и, следовательно, сдерживают торговлю ими. В то же время непривлекательный инвестиционный режим, напротив, побуждает к простому торговому обмену потребительскими товарами, без принятия инвесторами далеко идущих обязательств перед своими торговыми партнерами.

Политика в области инвестиций

Правила ВТО не регулируют международные и внутренние инвестиции, хотя в ряде соглашений ВТО затрагиваются отдельные стороны инвестиционного режима. В анализируемой стране следующие аспекты инвестиционного режима должны быть проверены на соответствие правилам ВТО:

- Инвестиционные стимулы. Если один из видов инвестиционных стимулов – фискальный, финансовый или косвенный – содержит взнос правительства или государственной организации, который дает выгоды тому, кто его получает, то такой стимул подпадает под определение субсидии. Если это экспортная субсидия на несельскохозяйственные товары, выдаваемая определенному производителю, она запрещена Соглашением ВТО по субсидиям и компенсационным мерам.
- Инвестиционные меры не должны противоречить Соглашению ВТО по инвестиционным мерам. Соглашение запрещает использование нескольких видов таких мер: (1) требования о содержании местных компонентов (*local content requirement*) – закупках иностранным предприятием товаров или компонентов, произведенных внутри страны, как условия разрешения его деятельности; (2) требования о сбалансированности торговли (*trade balancing requirement*) – увязывании масштабов импорта товаров иностранным предприятием с масштабами его экспорта; (3) требования об экспорте товаров (*export performance requirement*) – ограничении импорта иностранного предприятия количеством или стоимостью экспортируемых им товаров; (4) требования об ограничении доступа иностранного предприятия к иностранной валюте объемами, реально получаемыми им от экспорта производимых товаров; (5) требования связывать размеры экспорта иностранного предприятия с объемами производства товаров для внутреннего рынка.
- Инвестиционный режим не должен противоречить Генеральному соглашению по торговле услугами (ГАТС), которое предусматривает четыре формы торговли услугами: (1) поставку через границу (*cross-border supply*); (2) потребление за границей (*consumption abroad*); (3) коммерческое присутствие (*commercial presence*); (4) присутствие физических лиц (*presence of natural*

persons). Одна из форм торговли услугами – коммерческое присутствие провайдера на территории другой страны – подразумевает иностранные инвестиции. В ГАТС о потоках капитала говорится только в сноске 8 к статье XVI: страна, давая возможность иностранным предприятиям поставлять услуги через ее границу, должна разрешать перемещать капитал через границу, если он составляет существенную часть услуги; страна, давая возможность иностранным предприятиям предоставлять услуги через коммерческое присутствие на своей территории, должна разрешать перевод необходимого для этого капитала. Таким образом ГАТС накладывает обязательства в области инвестиций только в отношении форм (1) и (3), не требуя либерализации движения капитала при оказании услуги в форме (2) и (4) и либерализации вывоза капитала при оказании услуги в форме (3).

- Инвестиционный режим не должен противоречить Соглашению ВТО об аспектах прав интеллектуальной собственности, связанных с торговлей. Его положения, касающиеся минимальных стандартов в области интеллектуальной собственности, внутренних процедур по защите интеллектуальной собственности и международному урегулированию споров, могут касаться инвестиций в странах, где по межгосударственным соглашениям интеллектуальная собственность включается в понятие инвестиций.

Охрана прав интеллектуальной собственности

Механизм охраны интеллектуальной собственности, существующий в анализируемой стране, может существенно влиять на ее внешнюю торговлю. Производители экспортных товаров должны быть уверены, что независимо от того, на каком зарубежном рынке эти товары продаются, их права будут защищены и охраняться. Особенно это касается эффективной защиты от поддельных товаров и пиратской продукции. Адекватная защита прав интеллектуальной собственности является также важной предпосылкой для роста зарубежных инвестиций. Режим охраны прав интеллектуальной собственности включает соответствующее законодательство и практику его применения.

Права интеллектуальной собственности включают права промышленной собственности (патенты, образцы, промышленный дизайн, торговые марки и географические индикаторы), права литературной и художественной собственности (копирайт); охрану пород животных и сортов растений; охрану интегральных схем; охрану торговых секретов. Права собственности в каждой из сфер регулируются многочисленными международными соглашениями. В практических целях анализа влияния системы защиты прав интеллектуальной собственности на торговлю проверить соответствие существующих механизмов всем этим соглашениям невозможно. Поэтому лучше ограничиться только соглашением ВТО об аспектах прав интеллектуальной собственности, относящихся к торговле[1], которое включает через ссылки положения многих секторальных соглашений в этой области и гармонизирует их применение.

Во избежание негативного воздействия на торговлю режим охраны интеллектуальной собственности в анализируемой стране должен соответствовать заложенному в ТРИПС принципу национального режима: с точки зрения доступности, приобретения, размера, поддержания и принуждения к исполнению иностранцы должны пользоваться теми же правами, что и граждане и предприятия анализируемой страны. Кроме того, ТРИПС устанавливает, что страны могут принимать законодательство, обеспечивающее защиту от злоупотребления со стороны владельцев интеллектуальной собственности и от иногда проводимой

[1] ТРИПС (WTO Agreement on Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights – TRIPS).

ими политики ограничения торговли или передачи технологии. Неэффективная защита от нарушений прав интеллектуальной собственности обычно ведет к сокращению передачи технологии и продаж наукоемких товаров, тем самым консервируя отсталость.

Применительно к отдельным типам прав интеллектуальной собственности должны соблюдаться следующие правила:

• *Патенты (patents)* – право собственности на изобретение. Если предметом патента является продукт или процесс, третьи лица могут изготавливать, продавать или импортировать такой продукт только с согласия владельца патента в виде лицензии. Принудительное лицензирование (*compulsory licensing*) – выдача правительством разрешения на производство товара, если владелец патента отказывается дать лицензию, – возможно только в исключительных случаях (необходимость производства медикаментов для лечения СПИДа). Производство по принудительной лицензии должно быть нацелено на внутренний рынок, и такая лицензия должна быть отозвана как только условия, повлекшие ее выдачу, прекратят свое существование. Национальный закон о патентах, который имеется практически в каждой стране, должен соответствовать положениям ТРИПС. В соответствии с этим соглашением минимальный срок защиты патента должен составлять 20 лет с момента подачи заявления на его регистрацию.

• *Копирайт (copyright)* – исключительное право распоряжаться определенным произведением. Права копирайта обычно включают права воспроизведения, исполнения, записи, право создания фильма, передачи по радио, право перевода и адаптации. По правилам ТРИПС, компьютерные программы подпадают под те же правила копирайта, что и литературные произведения. В большинстве стран имеется закон о копирайте. Его положения должны соответствовать ТРИПС. Минимальный срок защиты составляет срок жизни автора плюс 50 лет; на произведения кинематографии – 50 лет после первого показа; на фотографии – 25 лет после съемки; на произведения исполнительского искусства и фонограммы – 50 лет после конца календарного года, когда такое произведение было создано; на теле- и радиопередачи – 20 лет после конца календарного года, в котором эта передача состоялась.

• *Торговые марки (trademarks)* – знаки, которые позволяют отличить товар или услугу, произведенные одним предприятием, от аналогичных товара или услуги, произведенных другим предприятием. Торговые марки должны быть зарегистрированы в соответствии с национальным законодательством о торговых марках там, где оно имеется. Владельцы зарегистрированных торговых марок имеют эксклюзивные права на их использование. Во избежание затруднений для торговли ТРИПС требует, чтобы национальное законодательство не накладывало чрезмерных требований на содержание торговых марок, защищает держателя торговой марки от необоснованного отказа в регистрации или прекращения регистрации (кроме определенных случаев неиспользования торговой марки). Срок защиты в соответствии с ТРИПС составляет не менее 7 лет после начальной регистрации или последнего возобновления регистрации. Возобновлять регистрацию можно любое количество раз.

• *Промышленный дизайн (industrial design)* – очертание, модель, окраска товара. Чаще всего в области автомобилестроения и легкой промышленности. Промышленный дизайн охраняется законодательно лишь в немногих странах. ТРИПС требует, чтобы национальные правила не осложняли торговлю путем неразумных требований к промышленному дизайну или требований о проведении дорогостоящей экспертизы новизны и оригинальности дизайна иностранного товара как условия его доступа на национальный рынок. В соответствии с ТРИПС срок защиты промышленного дизайна должен быть не менее 20 лет.

• *Географические индикаторы (geographical indicators)* – надписи и знаки,

позволяющие потребителю определить, что товар имеет характеристики, обычно относящиеся к определенному географическому району. ТРИПС устанавливает, что каждая страна должна принять правовые меры для предотвращения производства товаров, имеющих иной географический индикатор места производства, нежели его действительное место производства. Географические индикаторы применяются обычно к винам и другим спиртным напиткам, сырам и другим продуктам питания. Например, Шампань – не торговая марка, а регион Франции. Поэтому закон Франции запрещает поставку во Францию вин с названием «Шампанское». Географические индикаторы не имеют установленного срока правовой защиты.

Политика в области конкуренции

Правила ВТО не регулируют вопросы конкуренции. Они обычно регулируются внутренними законами тех стран, где они имеются. Законы в области конкуренции (иногда называемые антимонопольными законами) существуют только примерно в 80 странах, включая около 45 развивающихся государств. В качестве отправной точки анализа полезными могут быть рекомендательные соглашения, заключенные в рамках некоторых международных организаций. Прежде всего это рекомендации ОЭСР, касающиеся сотрудничества между странами-членами в области антиконкурентной практики, влияющей на международную торговлю[1], а также разработанная в ЮНКТАД модель закона о конкуренции, содержащая набор принципов и правил контроля за ограничительной бизнес-практикой[2].

[1] OECD, Revised Recommendations of the Council Concerning Cooperation between Member Countries on Anti-competitive Practices Affecting International Trade, 1995.

[2] UNCTAD: Model Law on Competition, 2000; UNCTAD: Set of Multilaterally Agreed Equitable Principles and Rules for the Control of Restrictive Business Practices, 1980.

@ *Политика в области конкуренции (competition policies)* – законы, регулирующие правила поведения предприятий на рынке и борьбу с неконкурентной бизнес-практикой, и их применение.

Существуют четыре основные формы неконкурентной бизнес-практики:

• *Горизонтальные ограничения (horizontal restraints)* – картельные соглашения между компаниями, производящими схожую продукцию, с целью фиксации цен и ограничения конкуренции. Картели могут быть экспортными, импортными и международными. Импортные картели заключаются между национальными импортерами определенного товара с целью фиксации цен, раздела местного рынка и недопущения на него иностранных поставщиков. Импортные картели обычно запрещены национальными антимонопольными законами в странах, где такие законы имеются. Экспортные картели могут быть чистыми (определяющими раздел сфер влияния национальных экспортеров на внешнем рынке) и смешанными (разделяющими сферы влияния и на внутреннем рынке). Чистые экспортные картели обычно не регулируются национальным антимонопольным законодательством, тогда как смешанные подпадают под те же требования, что и импортные картели. Международные картели – соглашения фирм нескольких стран об установлении цен и разделе рынков. Строятся обычно на основе перекрестного лицензирования патента на производство одного и того же товара или на основе соглашения о сотрудничестве в исследованиях и разработках. Международным правом напрямую не регулируются, но отдельные национальные участники могут преследоваться в соответствии с внутренним антимонопольным законодательством соответствующих стран.

• *Вертикальные ограничения (vertical restraints)* – соглашения между производителями и дистрибьюторами продукции. Иностранные фирмы могут не получать доступа к сетям национальных

дистрибьюторов в силу их соглашений с национальными производителями аналогичных товаров. Такие соглашения, ограничивающие иностранную конкуренцию, могут включать: условия об исключительном представительстве определенного национального производителя на местном рынке; условия о связанных продажах (приобретение определенного товара данной фирмы ставится в зависимость от приобретения другого товара той же фирмы); финансовые условия соглашений между производителем и дистрибьютором, которые побуждают последнего не принимать к распределению товары фирм, конкурирующих с производителем; конкурентов; условия, ограничивающие дистрибьюторов определенной географической территорией и запрещающие продавать продукцию производителя за пределами этой территории.

- *Злоупотребление доминирующим положением (abuse of dominant position)* – практика фирмы, занимающей доминирующее положение на рынке определенного продукта, по поддержанию, расширению и использованию такого положения. Наиболее часто такие злоупотребления выражаются в форме соглашений об исключительных правах на продажу, вертикальной интеграции, связанных продажах, фиксации цен, ценовой дискриминации, эксклюзивных правах на определенный вид деятельности и т.д.
- *Слияния (mergers)* – горизонтальное, вертикальное или конгломеративное объединение нескольких фирм, производящих один и тот же товар. Горизонтальное слияние приводит к объединению фирм, и устранению конкуренции между ними. Вертикальное слияние объединяет фирмы, находящиеся в одной производственной цепи определенного товара. Конгломеративное слияние объединяет фирмы, производящие разные товары. Слияния не всегда ведут к неконкурентной бизнес-практике. Нередко они повышают эффективность производства и снижают издержки. С точки зрения правил конкуренции проблема возникает тогда, когда слияния производятся в целях монополизации рынка и приводят к повышению цен.

При анализе положения дел в области конкуренции необходимо ответить на следующий ключевой вопрос: способствует ли существующая система свободной конкуренции, включая соперничество между национальными и иностранными поставщиками товаров и услуг, наиболее эффективному распределению ресурсов? Поскольку возможности эмпирических методов в данной сфере весьма ограничены, ответ неминуемо будет основан на экспертном суждении. Эффективность системы проявляется в наличии на местном рынке широкого выбора одинаковых товаров от разных – национальных и иностранных – поставщиков, в низких ценах на них, устойчивой конкурентоспособности национальных фирм на международном рынке, достаточных ресурсах у фирм для проведения исследований и разработок новых товаров и во многих других факторах, которые могут быть специфическими для каждой страны.

С точки зрения влияния неконкурентной бизнес-практики на внешнюю торговлю необходимо найти ответы на следующие вопросы: существуют ли в стране картели, особенно по импорту товаров? Включены ли национальные предприятия в международные картели, которые распределяют национальные рынки между их участниками? Существуют ли серьезные внутренние (административные, институциональные, правовые и пр.) препятствия на пути импорта каких-либо важных товаров, идентичных производимым внутри страны? Имеют ли иностранные поставщики доступ к инфраструктуре импорта наравне с местными импортерами? Существуют ли внутрикорпоративные стандарты и технические требования, отличающиеся от общенациональных и затрудняющие тем самым импорт?

В некоторых развивающихся странах с небольшим национальным рынком правительство административно поддерживает цены на определенном уровне. Обычно контроль за ценами оправдыва-

ется отсутствием достаточной конкуренции на узком рынке, что может привести к тому, что монопольные местные производители или поставщики могут начать диктовать завышенные цены потребителям. Обычно такая ситуация возникает в странах, где антимонопольное законодательство и практика отсутствуют или находятся в рудиментарном состоянии. Также весьма часто контроль за ценами свидетельствует о том, что иностранные конкуренты просто не допускаются на местный рынок – либо местными производителями через ограничительную деловую практику, либо самим правительством через импортное регулирование и контроль. Во всех случаях, когда причина боязни монопольной практики в области ценообразования установлена, необходимо разрабатывать меры по ее устранению, возможно, постепенно. Затем цены должны быть либерализованы и контроль за ними по возможности снят.

Другие внутренние меры, которые могут оказывать воздействие на торговлю, включают: правовой режим торговли; кредитный режим; субсидии и другое содействие производству; содействие исследованиям; национальные стандарты; требования в области охраны окружающей среды; контроль над ценами; политику в области потребления; политику банкротств; политику в сфере приватизации и реструктуризации предприятий; государственные закупки.

Итак, к числу внутренних экономических мер, которые могут влиять на торговую политику, относятся налоговый режим, инвестиционный режим, режим охраны прав интеллектуальной собственности и политика в области цен, инвестиций и конкуренции. Основными чертами налогового режима являются налоговые льготы, предоставляемые производителям, и соглашения об избежании двойного налогообложения. Инвестиционный режим, как важнейший фактор экономического роста, должен рассматриваться отдельно. В рамках анализа торгового режима важно проверить соответствие инвестиционного режима основным правилам ВТО в области инвестиций, касающимся инвестиционных стимулов, содержания местных компонентов, торговли услугами и охраны интеллектуальной собственности. В рамках правил по охране интеллектуальной собственности наибольшее воздействие на торговлю имеет законодательство в области патентов, копирайта, торговых марок, промышленного дизайна и географических индикаторов. Политика в области конкуренции может оказывать благоприятное воздействие на торговлю, если регулирование горизонтальных и вертикальных ограничений, а также злоупотреблений доминирующим положением на рынке и корпоративных слияний соответствует лучшим международным нормам.

6. ОТРАСЛЕВЫЕ МЕРЫ

Внешнеторговая политика в отраслях экономики, ключевых для анализируемой страны, обычно имеет свои особенности. План анализа секторальных мер внешнеторговой политики может быть примерно следующим:

- Установление вклада ключевых секторов в ВВП, внешнюю торговлю и занятость. Обычно, с точки зрения внешнеторгового режима, экономику подразделяют на сельское хозяйство, производство промышленных товаров, текстиль и одежду, энергетику и услуги, поскольку многостороннее регулирование каждого из этих секторов имеет свои особенности.
- Определение особенностей тарифного и нетарифного регулирования каждого из секторов по схеме, описанной выше, применительно к внешнеторговому режиму страны в целом. Прежде всего необходимо выяснить особенности применения мер торговой политики, которые могут отличаться от мер, используемых в других секторах.

• Выяснение степени покрытия каждого из секторов специфическими обязательствами, принятыми страной в рамках многосторонних секторальных соглашений ВТО – по сельскому хозяйству, по текстилю и одежде, по услугам, и уровня выполнения этих обязательств. Особое внимание следует обратить на существующие исключения, изъятия и переходные периоды, которые предоставляют развивающимся странам возможность не выполнять требования, применимые к другим странам, или выполнять их с отсрочкой.

Сельское хозяйство

Соглашение ВТО по сельскому хозяйству устанавливает основные правила торговли и субсидирования производства сельскохозяйственных продуктов, а также направления реформы сельскохозяйственного сектора. При оценке торгового режима анализируемой страны его соответствие условиям соглашения по сельскому хозяйству не должно рассматриваться как свидетельство эффективности сельскохозяйственного производства и торговли, поскольку это соглашение, более чем любое другое соглашение ВТО, является результатом многостороннего компромисса. Тем не менее степень соблюдения в повседневной торговой практике основных правил, зафиксированных в этом соглашении, может быть важным свидетельством наличия или отсутствия проблем в этой важной для большинства стран мира отрасли экономики.

Наиболее важные правила, которые должны соблюдаться всеми странами–членами ВТО в области сельского хозяйства, следующие:

Тарификация (tarification). Все меры по ограничению сельскохозяйственного импорта (количественные ограничения и различные пограничные сборы) должны быть пересчитаны в их тарифный эквивалент, который приплюсовывается к действующей тарифной ставке при проведении тарифных переговоров. Тарифный эквивалент должен быть рассчитан на базе среднемировой цены на конкретный сельскохозяйственный товар, импорт которого подпадает под количественные ограничения, и внутренней цены в стране-импортере.

Обязательства по существующему доступу (current access commitments). В случае если уровень тарифа на определенный товар, рассчитанный в процессе тарификации, оказывается выше, чем тот, что действовал до тарификации, устанавливаются импортные квоты, в пределах которых товар может импортироваться по более низким ставкам тарифов, действовавшим до тарификации. За пределами квоты товар импортируется с уплатой пошлин, установленных в результате тарификации. Обязательства по существующему доступу на рынок обычно применяются при импорте мясо-молочных изделий.

Обязательства по минимальному доступу (minimum access commitments). Сельскохозяйственные товары, импорт которых ранее был вообще запрещен или экономически невозможен из-за высоких пошлин и других ограничений, должны получать минимальный доступ на национальный рынок – по ним должны быть установлены тарифные квоты в размере порядка 5 % от внутреннего потребления в базовый период 1986–1988 гг. На импорт в пределах тарифной квоты должны накладываться пошлины, согласованные странами на многосторонней основе и зафиксированные в их списках обязательств в рамках ВТО. На импорт за пределами квоты могут накладываться более высокие пошлины, рассчитанные в результате тарификации. В соответствии с требованием о минимальном доступе чаще всего осуществляется импорт мясо-молочных продуктов, свежих фруктов и овощей в развитые страны.

Специальные предохранительные меры (special safeguards) – дополнительный тариф, который может накладываться на импорт сельскохозяйственных продуктов. По правилам ВТО, его применение распространяется только на импорт тари-

фицированных сельхозпродуктов в двух случаях: если импорт определенного товара возрастает сверх определенного объема или если его импортная цена падает ниже определенного уровня. Правила определения уровней отсчета сложны и описаны в деталях в Соглашении ВТО по сельскому хозяйству. Вкратце, в случае превышения определенного объема они зависят от доли импорта во внутреннем потреблении данного товара – чем больше эта доля, тем меньший рост импорта требуется, чтобы сделать возможным применение специальной предохранительной меры. При изменении цены такие меры могут быть использованы, если импортная цена падает ниже цены – средней цены СИФ в период 1986–1988 гг., взятых за базу.

Связывание тарифов и их сокращение (tariff binding and their reduction). В отличие от тарифов на промышленные товары, все тарифы на сельскохозяйственные товары являются связанными – страны не могут повышать их выше уровня, указанного в списках их тарифных обязательств. Развитые страны связали свои тарифы на уровне применяемых тарифов на момент принятия обязательств. Развивающиеся страны воспользовались возможностью связать свои тарифы на предельном уровне (*ceiling binding*) – принять обязательство не повышать тарифы выше связанного уровня (скажем, 60%), хотя реально применяемые тарифы значительно меньше. Сокращение тарифов происходит, начиная со связанного тарифа, если такие обязательства были приняты страной в результате предыдущих раундов переговоров, либо начиная с реально применяемого тарифа, существовавшего на момент принятия обязательств.

Экспортные сельскохозяйственные субсидии (export agricultural subsidies). Такие субсидии разрешены по правилам ВТО, и их регулирование отличается от регулирования несельскохозяйственных субсидий. Разрешено использовать только 6 видов субсидий при условии, что страна обязалась сократить размер субсидий и количество субсидируемого экспорта. Если страна не приняла на себя обязательства сокращать субсидии, их использование в этой стране запрещено. Разрешенные субсидии:

- прямые правительственные субсидии, выдаваемые производителю в случае экспорта им субсидированной продукции;
- продажа правительственных запасов сельхозпродукции по цене ниже цен ее продажи на внутреннем рынке;
- бюджетные и прочие выплаты экспортерам сельскохозяйственной продукции;
- субсидии для сокращения расходов на экспортный маркетинг сельхозпродуктов;
- услуги международного транспорта и страхования на условиях более выгодных, чем услуги внутреннего транспорта;
- субсидии на сельхозпродукты, выдаваемые при условии включения таких сельскохозяйственных продуктов в состав других экспортируемых товаров.

Страны обязаны не превышать размеров каждого из этих видов субсидий, которые указаны в списке их обязательств по каждому сельскохозяйственному товару. Только 24 страны представили обязательства по количественному сокращению субсидий. Однако другие нотифицировали в ВТО, что они не используют экспортные субсидии. При анализе режима торговли сельскохозяйственными товарами этот факт необходимо проверить, учитывая, что наименее развитые страны освобождены от обязательства сокращать экспортные субсидии, но все равно должны их нотифицировать в ВТО.

Внутренние сельскохозяйственные субсидии (domestic agricultural subsidies). Сельскохозяйственные внутренние субсидии, рассчитанные на поддержку производства, которые условно делятся на «короба» разного цвета и в случае несельскохозяйственных субсидий точно совпадают с цветами светофора – от красного (запрещающего), к которому относятся только несельскохозяйственные субсидии, до зеленого (разрешающего). Субсидии, входящие в «зеленый» и «си-

ний» короба, разрешены, и страны их сокращать не должны. Субсидии, входящие в «желтый» короб, также разрешены, но они должны быть сокращены в соответствии с обязательствами, принятыми страной в рамках ВТО.

• *«Зеленый» короб (green box)* – разрешенные внутренние сельскохозяйственные субсидии. В области сельского хозяйства это сельскохозяйственные субсидии, которые не приводят к существенным искажениям в торговле и на которые не распространяются обязательства по снижению их размера. В основном это субсидии, предоставляемые в целях повышения производительности сельского хозяйства, исследования на ветеринарную защиту животных и растений, восстановление последствий естественных катастроф, охрану окружающей среды и т.п. По правилам ВТО, страны не обязаны сокращать этот вид субсидий. В несельскохозяйственной сфере все субсидии, кроме запрещенных, разрешены, и если они не являются специфическими (т.е. предоставляемыми отдельному предприятию, региону и отрасли), то не могут оспариваться (*non-actionable*) в рамках ВТО.

• *«Желтый» короб (amber box)* – разрешенные субсидии, которые подпадают под соглашение о сокращении (сельскохозяйственные субсидии) или могут оспариваться (несельскохозяйственные субсидии) по правилам ВТО. Размер сельскохозяйственных субсидий рассчитывается по согласованной методологии как совокупная мера поддержки (*aggregate measurement of support, AMS*) для каждого продукта. Все развитые страны и 12 развивающихся стран приняли обязательства сократить AMS на основе графика, включенного в список обязательств каждой из этих стран. Несельскохозяйственные субсидии, входящие в «желтый» короб, хотя и разрешены, могут оспариваться либо через многосторонний механизм урегулирования споров, либо через двусторонний процесс расследования факта экспортных субсидий и введения компенсационных пошлин.

• *«Синий» короб (blue box)* – прямые платежи производителям сельскохозяйственной продукции разницы между рыночными ценами и ценами, которые правительство считает необходимым поддерживать в рамках программ по ограничению производства. Такие субсидии существуют только в области сельского хозяйства, и на них не распространяются обязательства по сокращению, принятые странами ВТО. В основном это – субсидии фермерам в странах ЕС в рамках единой сельскохозяйственной политики и субсидии фермерам в США.

Субсидии, входящие в «зеленый» короб и выдаваемые в полном соответствии с правилами ВТО, подпадают под мирную статью (*piece clause*) – члены ВТО договорились не накладывать на экспорт товаров, поддерживаемый такими субсидиями, компенсационных пошлин и не оспаривать их через механизм урегулирования споров. Товары, экспорт и производство которых поддерживаются через другие субсидии, отнесенные к «желтому» и «синему» коробам, могут подвергаться обложению компенсационными пошлинами, но страны согласились проявлять должную сдержанность (*due restrain*) в этом отношении.

Таким образом, в силу сложности соглашения ВТО по сельскому хозяйству при анализе торгового режима в области торговли сельскохозяйственными продуктами необходимо проверить соответствие политики как духу и букве самого соглашения, так и индивидуальным обязательствам, принятым странами и записанным в списке их обязательств.

Текстиль и одежда

Правила, установленные в истекшем в 2005 г. Соглашении ВТО для международной торговли текстилем и одеждой, представляют собой отход от правил ГАТТ. Это соглашение дает пример потенциально возможного регулирования импорта наиболее чувствительных товаров и представляет интерес и сегодня,

поскольку отмена квот на текстиль и фанеру имела огромное значение для перераспределения сил на мировом рынке этих товаров. Идея соглашения по текстилю и одежде (*Agreement on Textile and Clothing*) заключалась в том, чтобы поэтапно подвести (интегрировать) торговлю этими товарами под правила ВТО. Страны, имеющие квоты на импорт текстильных товаров и одежды, – США, Канада, Европейский Союз и Норвегия – должны были их устранить в четыре этапа к 2005 г. После этого ни одна страна ВТО не имеет права накладывать ограничения, кроме как в случае, когда доказано через проведение расследования по специальным правилам, что импорт таких товаров наносит ущерб национальной промышленности. На каждом из четырех этапов страны, имеющие квоты, должны были их сократить на установленный процент от импорта данного продукта в 1990 г., принятому за базовый. Соглашение было составлено таким образом, что примерно половина квот должна быть устранена к 2002 г., а остальная половина – к 2005 г.

Квоты на импорт, которые должны быть в конечном итоге устранены, зафиксированы в более чем 80 двусторонних соглашениях, подписанных США, Канадой, странами Европейского Союза и Норвегией (импортерами) с более чем 30 развивающимися странами (прежде всего Пакистаном и Индией), которые считаются экспортерами. По правилам ВТО, темпы роста импортных квот на текстиль и одежду, предусмотренные этими соглашениями (чаще всего 6% ежегодно), должны были увеличиваться на каждом этапе интеграции торговли текстилем и одеждой в рамках правил ВТО, применяемых для других товаров, пропорционально масштабам устранения квот. Например, при росте квоты на 6% ежегодно в первые три года (1995–1997 гг.) в течение каждого года она должна быть увеличена на 16%, т.е составить 6,96% в течение каждого из трех лет. В 1998–2001 гг. темпы роста квоты должны были составить 25% в год по сравнению с предыдущим периодом, т.е. 8,7% в год. На 2002–2004 гг. темпы роста квоты планировались на уровне 27% в год (по сравнению с предыдущим периодом), т.е. 11,05% в год. Таким образом, если изначально квота составляла 100 т при ежегодном росте в 6% и увеличении темпа роста либерализации на 16% в 1995–1997 гг., на 25% – в 1998–2004 гг. и на 27% – в 2002–2004 гг., то к 2005 г. размер квоты должен составлять порядка 260 т. С 1 января 2005 г. все квоты были отменены и международная торговля текстилем осуществляется без квот.

При возросшем импорте текстиля и одежды импортирующие страны могут применять защитные меры, но только на те товары, на которые уже не наложены квоты и которые еще не интегрированы в правила ВТО. Условия применения защитных мер следующие: импорт текстильного товара или одежды осуществляется в таких количествах, что уже наносит ущерб или угрожает нанести серьезный ущерб национальным отраслям, производящим аналогичные товары; существует причинная связь между серьезным уроном внутренним отраслям промышленности и существенным ростом импорта данного товара. Такими защитными мерами могут пользоваться только 55 стран ВТО, которые оповестили ВТО о своем намерении сделать это в течение определенного периода после вступления соглашений ВТО в силу. Наличие права использовать защитные меры не освобождает страны от обязанности осуществить интеграцию торговли текстилем и одеждой в правила ВТО. Перед введением защитных мер страна должна вступить в консультации со страной, чей экспорт будет затронут такими мерами, и продемонстрировать факты того, как возросший импорт наносит или угрожает нанести серьезный ущерб соответствующим местным производителям. Помимо предохранительных мер страны ВТО могут использовать антидемпинговые меры и ограничивать импорт текстиля и одежды с помощью компенсационных пошлин.

С точки зрения макроэкономического анализа соблюдение правил интеграции торговли текстилем и одеждой в рамках ВТО, особенно после 2005 г., – важный показатель общей либерализации торгового режима развитых стран в отношении экспорта развивающихся государств. Факт использования специальных защитных мер может свидетельствовать о протекционистских тенденциях и попытках защитить неконкурентоспособные отрасли или предприятия. Защитные меры обычно принимаются правительствами развитых стран под давлением местного лобби, отстаивающего интересы производителей товаров, конкурирующих с импортными, и поэтому в большинстве случаев не могут быть оправданы с макроэкономической точки зрения. После устранения квот на импорт текстиля и одежды наибольшие преимущества получали те развивающиеся страны, которые были в состоянии эффективно конкурировать с другими экспортерами аналогичных товаров на основе их качества и цены. Очевидно, что те развивающиеся страны, чей экспорт текстиля и одежды был основан только на том, что их главные импортеры выделяли им фиксированную импортную квоту, которую не могли заполнить другие экспортеры, потеряли часть экспортного рынка и вынуждены принимать меры по повышению конкурентоспособности своих товаров.

Услуги

Торговля услугами является категорией текущего счета в платежном балансе и поэтому важна для макроэкономического анализа. Торговля услугами имеет свои особенности в силу специфического характера самого предмета торговли и регулируется Генеральным соглашением ВТО по торговле услугами (ГАТС). В правилах ВТО нет определения понятия «услуга». Определено лишь понятие «торговля услугами». Обязательства стран в рамках ГАТС охватывают 12 секторов услуг (в области бизнеса, связи, строительства, распределения, образования, охраны окружающей среды, финансов, здравоохранения, туризма, спорта, культуры и отдыха, транспорта и прочих услуг), которые разбиты на 155 субсекторов. С точки зрения макроэкономического анализа особое значение имеет режим стран по торговле финансовыми услугами.

Финансовая услуга расплывчато определена в рамках ВТО как любая услуга финансового характера, предоставляемая ее производителем. При этом финансовые услуги, предоставляемые Центральным банком или другими денежными властями во исполнение государственной функции проведения денежной и валютной политики, изъяты из правил ГАТС и не регулируются ВТО. Под производителем финансовых услуг (*financial service supplier*) понимаются физические и юридические лица, которые предоставляют такие услуги, исключая государственные организации. Финансовые услуги (*financial services*) важно не путать с финансовыми потоками (*financial flows*). Статистически торговля финансовыми услугами фиксируется лишь как вознаграждение за финансовое посредничество. Например, внесение депозита банком-резидентом для банка-нерезидента (финансовый поток) фиксируется в капитальном счете платежного баланса, тогда как сборы (*fees and charges*), которые берет банк-резидент за открытие счета банку-нерезиденту (финансовая услуга), показываются в текущем счете платежного баланса.

Торговля финансовыми услугами может быть связана или не связана с движением капитала. Например, кредит, выданный местным банком местному предприятию за счет депозитов, привлеченных от местных вкладчиков, не является ни международной торговлей финансовыми услугами, ни международным движением капитала. Кредит, выданный иностранным банком местному предприятию за счет депозитов, привлеченных от местных вкладчиков, считается международной торговлей финансовыми услугами, но не междуна-

родным движением капитала. Кредит, выданный местным банком местному предприятию за счет депозитов, привлеченных от иностранных вкладчиков, является международным движением капитала, но не международной торговлей финансовыми услугами. Кредит, выданный местным банком иностранному предприятию за счет депозитов, привлеченных от иностранных вкладчиков, и относится к международному движению капитала, и представляет собой международную торговлю финансовыми услугами.

При анализе торгового режима финансовых услуг необходимо учитывать следующие особенности их регулирования по сравнению с торговлей обычными товарами:

• *Масштаб связанных обязательств*. РНБ является общим обязательством, относящимся ко всем секторам услуг, тогда как обязательства в области предоставления национального режима относятся только к тем секторам, которые связаны обязательствами в списках обязательств каждой страны, прилагаемых к ГАТС. Например, РНБ должен предоставляться для производителей любых финансовых услуг, тогда как национальный режим – только для тех их видов, которые связаны в списках обязательств. Если страна указала, что, допустим, страховые услуги в форме поставки 3 (коммерческое присутствие) не связаны (*unbound*), эта страна не обязана предоставлять филиалам иностранных страховых компаний, зарегистрированных на ее территории, такой же режим, как и национальным страховым компаниям.

• *Пруденциальное изъятие*. По правилам ГАТС, в целях защиты внутреннего финансового рынка (например, от распространения финансового кризиса из-за рубежа) страна имеет право принимать любые пруденциальные меры. Такие меры, правда, не могут применяться для того, чтобы страна избежала выполнение ею своих обязательств по ГАТС. Это так называемое «пруденциальное изъятие» (*prudential carve-out*) из правил ГАТС. В процессе анализа необходимо проверить, не применяются ли протекционистские меры в финансовом секторе под предлогом пруденциальных мер, тогда как такие меры не оправданы экономически.

• *Ограничение текущих платежей*. Применение ограничений на международные платежи и переводы возможно по правилам ГАТС только в случае, если страна в состоянии доказать существование крупных проблем в платежном балансе, ведущих к сокращению уровня валютных резервов или приводящих к такому их уровню, который не соответствует целям экономического развития. В этой связи при анализе торгового режима важно убедиться, что введенные ограничения нотифицированы в ВТО, не служат для защиты определенного сектора экономики, распространяются одинаково на все страны ВТО и являются временными. Сроки, условия и механизм их устранения должны быть закреплены в соответствующем национальном законодательстве.

• *Асимметрия обязательств*. Развитые страны приняли далеко идущие обязательства по либерализации торговли финансовыми услугами по сравнению с развивающимися государствами. В соответствии с Пониманием об обязательствах по финансовым услугам (*Understanding on Commitments in Financial Services*) развитые страны наряду с общими обязательствами в рамках ГАТС приняли следующие дополнительные обязательства: открыть взаимный доступ на рынок государственных закупок услуг, устранить недискриминационные меры, ограничивающие торговлю услугами, разрешить временный въезд персонала на иностранные предприятия, открыть доступ иностранным поставщикам услуг.

С учетом этих общих принципов анализ выполнения обязательств в области торговли финансовыми услугами каждой страны должен основываться на сравнении реально существующей ситуации со списком обязательств этой страны по ГАТС. Этот список (*schedule*) для каждой страны будет свой. При их изучении

важно знать некоторые особенности. Обязательства перечислены в списках по секторам и способам предоставления услуг в каждом секторе; горизонтальные обязательства (*horizontal commitments*) означают обязательства, распространяющиеся на все сектора или только на подсектор, если они показаны в его начале; пропуск или пустое место означают не связанный обязательствами способ поставки, т.е. что страна не принимала на себя никаких обязательств в этом секторе. Проверка соответствия режима торговли финансовыми услугами правилам ВТО должна дополняться суждением об эффективности этого режима в целом, поскольку в ВТО закреплены правила торговли, которые являются исходом многостороннего компромисса. Поэтому, если отдельные параметры этого режима неэффективны, страна может их реформировать в интересах повышения эффективности экономики в целом, выходя тем самым за пределы ее обязательств по ВТО.

Итак, при анализе секторальных мер внешнеторговой политики необходимо установить вклад ключевых секторов в ВВП, внешнюю торговлю и занятость; определить особенности тарифного и нетарифного регулирования каждого из секторов; выяснить степень покрытия каждого из секторов специфическими обязательствами, принятыми страной в ВТО в рамках многосторонних секторальных соглашений – по сельскому хозяйству, по текстилю и одежде, по услугам, и уровень выполнения принятых обязательств. Наиболее важные правила в области торговли сельскохозяйственной продукцией – тарификация, поддержание существующего доступа на рынок; обязательства по минимальному доступу; правила использования специальных предохранительных мер; связывание тарифов и их сокращение. Разрешено использование шести видов сельскохозяйственных экспортных субсидий при условии, что страна обязалась сократить размер субсидий и количество субсидируемого экспорта. Внутренние субсидии делятся на четыре короба – от разрешенных до запрещенных. Особенности регулирования торговли услугами заключаются в том, что РНБ распространяется на все услуги, тогда как национальный режим – только на те виды, по которым страна приняла специфические обязательства. При анализе торговли финансовыми услугами важно определить объем принятых страной обязательств, уровень применения пруденциального изъятия, политику в области текущих платежей и учитывать асимметрию в обязательствах развитых и развивающихся стран.

7. РЕЗЮМЕ

1. Национальная торговая политика современного государства должна строиться на четырех ключевых принципах, закрепленных в правилах ВТО: защите национального рынка с помощью тарифов; снижении и связывании (принятие международных правовых обязательств по их неповышению выше согласованного уровня) тарифов; режиме наибольшего благоприятствования (любые условия торговли, предоставляемые одной страной какой-либо другой стране, должны быть немедленно и без условий распространены на все остальные страны); национальном режиме (импортный продукт после уплаты таможенных пошлин и других импортных взносов должен получать такие же условия обращения на внутреннем рынке, что и товары, произведенные внутри страны). Анализ торговой политики государства, как часть макроэкономического анализа, требует освещения институциональных и правовых аспектов торгового режима, детального изучения мер торговой политики, непосредственно влияющих на импорт и экспорт, внутренних мер, влияющих на торговлю, а также торговой политики в ключевых для анализируемой страны отраслях.

2. Анализ торгового режима должен начинаться с изучения его общих институционально-правовых аспектов: официально провозглашенных или подразумеваемых целей торговой политики, их соответствия задачам макроэкономической политики в целом; основных правовых документов, регулирующих ключевые параметры торговой политики, их соответствия приятым страной обязательствам по международным соглашениям, прежде всего в рамках ВТО; национальных государственных и негосударственных органов, которым в данной стране поручено проведение внешнеторговой политики. Особое внимание на этом этапе анализа должно уделяться масштабам и условиям участия страны в ВТО (сроки эффективного членства, статус страны в ВТО, уровень участия в ВТО) и преференциальных торговых соглашениях, условия которых нередко представляют собой изъятие из правил ВТО. Использование таких изъятий хотя в большинстве случаев и нежелательно с макроэкономической точки зрения, тем не менее возможно с международно-правовой точки зрения, если они соответствуют правилам о преференциальных соглашениях, установленных в ВТО.

3. Меры торговой политики, непосредственно влияющие на импорт, включают меры по содействию торговле, тарифы и прочие сборы, меры нетарифного регулирования и контроля, технические барьеры в торговле, чрезвычайные меры и меры, связанные с государственным участием в торговле. В целях анализа внешнеторгового режима с точки зрения его воздействия на макроэкономику необходимо обратить внимание только на ключевые меры регулирования импорта в анализируемой стране, которые имеют наиболее существенное воздействие на экономику. Обычно это тарифы и прочие сборы в силу их влияния на доходную часть бюджета, квоты и другие количественные ограничения из-за их воздействия на торговый баланс, чрезвычайные меры, если они существенны по сравнению с размерами импорта в целом. Анализ макроэкономического эффекта мер импортной политики необходимо осуществлять в товарном и страновом разрезе – по нескольким ключевым товарам импорта и в отношении импорта из нескольких стран – основных торговых партнеров. В подавляющем большинстве развивающихся стран необходимо пристально изучить всего 5–6 товаров и столько же торговых партнеров. В случае развитых стран необходимо проанализировать воздействие мер импортной политики на динамику основных товарных групп и импорт из ключевых торговых партнеров – США, ЕС, Японии.

4. Меры торговой политики, непосредственно влияющие на экспорт, включают экспортные тарифы и прочие экспортные сборы, меры нетарифного регулирования и контроля, меры содействия экспорту, налоговые льготы и меры государственного вмешательства в экспорт. Экспортный тариф вводится обычно в фискальных целях, для корректировки после девальвации, для улучшения условий торговли, для гарантирования снабжения внутреннего рынка. Меры нетарифного регулирования экспорта включают запреты, лицензирование, санкции и ограничения экспорта. Напротив, инструментарий мер содействия экспорту весьма разнообразен: экспортные субсидии, налоговые льготы, а также страхование, кредитование, финансирование и гарантии экспорта. Во многих странах меры поддержки экспорта являются тяжелым бременем для бюджета и могут иметь существенные макроэкономические последствия. Государственное участие в экспорте может заключаться в существовании государственных торгующих предприятий и создании зон экспортного производства. Факт вмешательства государства в экспорт может свидетельствовать о низкой эффективности национального экспортного производства и его международной неконкурентоспособности.

5. К числу внутренних экономических мер, которые могут влиять на торговую политику, относятся налоговый режим, инвестиционный режим, режим охраны прав интеллектуальной собственности и политика в области конкуренции. Основными чертами налогового режима, которые могут влиять на торговлю, являются налоговые льготы, предоставляемые производителям, и соглашения об избежании двойного налогообложения. Инвестиционный режим, как важнейший фактор экономического роста, должен анализироваться отдельно. В рамках анализа торгового режима важно проверить соответствие инвестиционного режима основным правилам ВТО в области инвестиций, касающимся инвестиционных стимулов, содержания местных компонентов, торговли услугами и охраны интеллектуальной собственности. В рамках правил по охране интеллектуальной собственности наибольшее воздействие на торговлю имеет законодательство в области патентов, копирайта, торговых марок, промышленного дизайна и географических индикаторов. Политика в области конкуренции может оказывать благоприятное воздействие на торговлю, если регулирование горизонтальных и вертикальных ограничений, а также злоупотреблений доминирующим положением на рынке и слияний корпораций соответствует международным нормам.

6. При анализе секторальных мер внешнеторговой политики необходимо установить вклад ключевых секторов в ВВП, внешнюю торговлю и занятость; определить особенности тарифного и нетарифного регулирования каждого из секторов; выяснить степень покрытия каждого из секторов специфическими обязательствами, принятыми страной в рамках многосторонних секторальных соглашений ВТО – по сельскому хозяйству, по текстилю и одежде, по услугам, и уровень выполнения принятых обязательств. Наиболее важные правила в области торговли сельскохозяйственной продукцией – тарификация, поддержание существующего доступа на рынок; обязательства по минимальному доступу; правила использования специальных предохранительных мер; связывание тарифов и их сокращение. Особенности регулирования торговли услугами заключаются в том, что РНБ распространяется на все услуги, тогда как национальный режим – только на те виды услуг, по которым страна приняла специфические обязательства. При анализе торговли финансовыми услугами важно определить объем принятых страной обязательств, уровень применения пруденциального изъятия, политику в области текущих платежей и учитывать асимметрию в обязательствах развитых и развивающихся стран.

8. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы для повторения

1. Назовите четыре основных принципа многостороннего регулирования международной торговли на базе правил ВТО. Дайте определение каждому из них. Почему они важны для макроэкономического анализа?

2. Опишите схему анализа внешнеторговой политики. Какие ее составляющие важны при анализе экономики развитой, развивающейся страны и государств с переходной экономикой?

3. В чем обычно состоят цели внешнеторговой политики? Каковы различия в целях внешнеторговой политики между развитыми и развивающимися странами? Какие специфические цели могут преследовать страны с переходной экономикой?

4. Назовите основные составляющие институциональной структуры внешнеторговой политики.

5. Каковы наиболее важные с точки зрения макроэкономического анализа параметры членства страны в ВТО?

6. Что такое преференциальные торговые соглашения? Каковы их основные типы, разрешенные правилами ВТО? Какие аспекты участия стран в таких соглашениях важны для макроэкономического анализа?

7. В чем заключается содействие торговле и какие процедуры входят в это понятие? Как процедура содействия торговле может способствовать или осложнять экономическое развитие?

8. Дайте определение связанным и применяемым тарифам. В чем заключаются различия между ними?

9. По какой схеме необходимо анализировать применяемые тарифы? Выводы по каким позициям должен содержать законченный анализ применяемых тарифов?

10. Дайте определение следующим чертам тарифной системы: тарифным преференциям, тарифным квотам, сезонным тарифам, тарифным уступкам и изъятиям. Какие их этих черт имеют наибольшее значение с точки зрения макроэкономики?

11. Какие прочие налоги и сборы могут взиматься с импортных товаров, кроме таможенных пошлин? Каковы правила ВТО в отношении прочих налогов и сборов?

12. Как рассчитывается эффективный уровень тарифной защиты?

13. Какие меры нетарифного регулирования импорта вам известны? Какие из них обычно оказывают наиболее сильное воздействие на экономику страны? Регулируются ли нетарифные меры правилами ВТО?

14. Какие технические барьеры могут возникать на пути импорта? Какие из них обычно оказывают наиболее сильное воздействие на экономику страны? В чем состоят правила ВТО, регулирующие технические барьеры в торговле?

15. Объясните смысл и возможные макроэкономические последствия каждой из следующих чрезвычайных мер: антидемпинговые меры, компенсационные меры, предохранительные меры, включая специальные предохранительные меры.

16. В чем заключается государственное участие в торговле? Каково его влияние на торговый режим? Каким правилам ВТО должно подчиняться государственное вмешательство в торговлю?

17. Назовите основные три правила ВТО, регулирующие экспорт.

18. Что такое экспортный тариф и каковы цели введения экспортных тарифов? Какие еще сборы могут накладываться на экспорт?

19. Дайте определение основным мерам содействия экспорту. Каково может быть их макроэкономическое воздействие – на торговый баланс, условия торговли, государственный бюджет и денежную политику?

20. Каковы основные формы государственного вмешательства в экспорт? Регулируется ли такое вмешательство правилами ВТО?

21. Какие меры внутренней налоговой политики могут оказывать влияние на экспорт и импорт? Каков механизм этого влияния?

22. Как инвестиционный режим влияет на торговый режим? Какие аспекты инвестиционного режима не должны противоречить правилам ВТО?

23. Какие аспекты права интеллектуальной собственности важны для макроэкономического анализа и каким международным правилам они должны соответствовать?

24. Почему изучение политики страны в области конкуренции важно для це-

лей анализа экономики? Как основные формы неконкурентной бизнес-практики могут затруднять экономическое развитие?

25. Каков примерный план анализа секторальных мер торговой политики?

26. Назовите основные правила, которым должен следовать торговый режим страны, в области внешней торговли сельскохозяйственными продуктами.

27. Какие виды экспортных субсидий разрешены по правилам ВТО в области поддержки сельскохозяйственного экспорта?

28. Дайте определение основным коробам, по которым должны классифицироваться меры внутренней поддержки сельского хозяйства. Какие виды внутренних субсидий разрешены и какие запрещены?

29. Опишите действовавшие до 2005 г. правила интеграции торговли текстилем и одеждой в рамки общих правил ВТО. Для каких стран этот процесс интеграции особенно важен?

30. Назовите четыре основные особенности регулирования международной торговли услугами, отличающие его от регулирования торговли обычными товарами.

Ответы на выбор

31. Связывание тарифов означает:

a. Их сокращение.

b. Их замораживание на существующем уровне.

c. Их фиксацию на уровне, согласованном с торговыми партнерами.

d. Их фиксацию на нулевом уровне.

32. Режим наибольшего благоприятствования означает, что:

a. Импортный продукт должен иметь такие же условия обращения на внутреннем рынке, как и у национального продукта.

b. Условия торговли, предоставленные какой-либо стране, должны быть распространены на другие страны на основе двусторонних соглашений с ними.

c. Условия торговли, предоставленные какой-либо стране, должны быть немедленно и безусловно распространены на все третьи страны.

d. На импортный продукт должны накладываться такие же налоги и прочие сборы, как и на национальный продукт.

33. Правило ВТО о «единстве обязательств» (single undertaking) означает, что:

a. Страна-член обязана принять на себя обязательства по всем международным и многосторонним соглашениям ВТО.

b. Раунды международных торговых переговоров в различных областях начинаются и заканчиваются одновременно – действует принцип «ничто не согласовано до тех пор, пока все не согласовано».

c. Обязательства в рамках ВТО едины для всех стран, исключений не допускается.

d. Приняв обязательства по международным соглашениям, страна может не участвовать в многосторонних соглашениях.

34. Средняя подразумеваемая тарифная ставка (implicit tariff rate) – это:

a. Процентное отношение бюджетных доходов от импортных тарифов к размерам импорта.

b. Импортная тарифная ставка плюс все дополнительные сборы, накладываемые на импортный товар.

c. Сумма импортных платежей страны за год, собираемых за счет тарифов.

d. Адвалорный эквивалент специфического тарифа.

35. Взимание импортной доплаты (import surcharges):

a. Разрешено правилами ВТО, но как временная мера.

b. Запрещено правилами ВТО.

c. Запрещено правилами ВТО, поскольку эта мера основана на цене.

d. Разрешено правилами ВТО как временная мера при условии ее нотификации.

36. Импортное лицензирование – это:

a. Скрытая форма ограничения объемов и стоимости импорта.

b. Условие разрешения импорта товара, необязательно ограничивающее объемы импорта.

c. Форма статистического учета импорта, не влияющая на его объемы.

d. Способ контроля за импортом запрещенных продуктов.

37. Для развитой страны наиболее макроэкономически важными инструментами внешнеторговой политики обычно являются следующие:

a. Импортные тарифы и внутренняя налоговая политика в части, касающейся импортных товаров.

b. Импортные тарифы и количественные ограничения.

c. Импортные тарифы и меры государственного вмешательства во внешнюю торговлю.

d. Импортные тарифы и политика в области инвестиций.

38. Развивающаяся страна–экспортер сельскохозяйственной продукции для улучшения своего экономического положения за счет развития экспорта прежде всего заинтересована:

a. В снижении тарифов на сельскохозяйственную продукцию во всех странах.

b. В сокращении экспортных субсидий на сельхозпродукцию в развитых странах.

c. В устранении сельскохозяйственных тарифов в других развивающихся странах – ее торговых партнерах.

d. В сокращении государственной поддержки сельскому хозяйству и снижении сельскохозяйственных тарифов в развитых странах.

39. Торговый режим, характеризующийся высокими импортными тарифами и высоким уровнем внутренних субсидий, оказывает наиболее сильное воздействие на следующие сектора макроэкономики:

a. Торговый баланс и бюджет.

b. Бюджет и денежную политику.

c. Платежный баланс и бюджет.

d. Реальный сектор и торговый баланс.

Проблемы для обсуждения

40. В начале 2002 г. в разгар экономического кризиса, проявившегося в неспособности правительства Аргентины продолжать выплаты по внешней задолженности и коренившегося в неверной бюджетной политике прошлых лет, оно приняло решение о введении 20%-ной экспортной пошлины на экспорт гидрокарбонатов. Какими мотивами могло руководствоваться правительство, принимая это решение? Какое влияние окажет введение пошлины на баланс инвестиций-сбережений в экономике? Как повлияет оно на условия торговли Аргентины?

41. До начала 2000-х гг. к России как стране, не являющейся членом ВТО, США, импортировавшие российскую сталь, применяли компенсационные пошлины зачастую без проведения расследования на нанесение ущерба в результате предполагаемого демпинга российских товаров. Тем самым компенсационные пошлины принимали форму штрафов, нередко делающих какой-либо экспорт продуктов сталелитейной промышленности в США невыгодным российским производителям. Какое влияние оказывало в данном случае антидемпинговое законодательство США на экономику России?

42. В марте 2002 г. США объявили о введении сроком на три года ряда мер, направленных на защиту американской

сталелитейной промышленности. Меры включали: увеличение адвалорного тарифа на импорт отдельных категорий стали до 30% – в первый год, с сокращением до 24 % – во второй и до 18% – в третий год; тарифную квоту на импорт стальных слябов с постепенным увеличением размера квоты и теми же уровнями тарифа на импорт вне квоты. Импорт стали из Канады, Мексики, Израиля и Иордании, с которыми США имеют двусторонние соглашения, исключен из этих мер. Кроме того, из-под действия меры исключены все развивающиеся страны, которые пользуются американской общей системой преференций и чей экспорт стали в США не превышает 3% общего объема американского импорта каждого продукта сталелитейной промышленности.

a. Какое воздействие подобные меры окажут на американскую экономику и на экономику стран – основных торговых партнеров США?

b. Какие базовые положения правил ВТО нарушают, по вашему мнению, введенные меры? Обязательства США по каким соглашениям затронуты более всего?

c. США оправдали применение мер положениями Соглашения ВТО по защитным мерам. Какие положения должны быть соблюдены, чтобы применение таких мер могло считаться соответствующим международным правилам?

d. Какие меры страны, более всего затронутые повышением импортного тарифа, США могут применить по правилам ВТО? Каковы условия применения этих мер?

При обсуждении этого вопроса используйте соглашения и аналитические материалы ВТО, размещенные на www.wto.org.

43. В мае 2002 г. США приняли закон о поддержке фермеров, предусматривающий субсидии сельскому хозяйству в размере порядка 80 млрд. долл. Многие страны выступили с жесткой критикой этого шага как подрывающего усилия по либерализации торговли сельскохозяйственными продуктами и как акт протекционизма, защищающий американских фермеров от дешевых продуктов из развивающихся стран. США ответили на критику следующими аргументами: общий уровень поддержки сельского хозяйства, даже после введения мер, остается в США ниже, чем в ЕС (2 млрд. долл.) и Японии; его уровень сохраняется в пределах, согласованных в ходе Уругвайского раунда; поддержка фермеров не ограничивает доступа иностранных производителей на внутренний рынок; тарифы на импорт сельхозпродукции остаются неизменными и значительно ниже (12%), чем в ЕС и странах–экспортерах сельхозтоваров (30%). Оцените критически аргументы США.

Задачи

44. Используя данные об уровне применяемого тарифа, содержащиеся в файле «Глава 7. Задачи», лист «Применяемый тариф»:

a. Рассчитайте количество линий таможенного тарифа.

b. Рассчитайте количество используемых тарифных ставок.

c. Рассчитайте количество тарифных рубрик (шаг – по 10 процентных пунктов каждая рубрика).

d. Составьте график частотного распределения тарифов. Какая тарифная рубрика применяется в этой стране чаще?

e. Определите максимальный, минимальный и средний уровни тарифа в целом.

f. Какова доля товаров с нулевым уровнем применяемого тарифа?

g. Рассчитайте максимальный, минимальный и средний уровни тарифа отдельно для сельскохозяйственных и несельскохозяйственных товаров.

h. Определите, имеются ли в тарифе тарифные пики? Насколько они существенны при использовании различных определений тарифных пиков?

i. Наблюдается ли в тарифе тарифная эскалация? Если тарифная эскалация

присутствует, является ли она позитивной, негативной или смешанной?

j. Рассчитайте тарифную дисперсию и как стандартное отклонение, и как коэффициент вариации.

k. На базе полученных данных опишите применяемый таможенный тариф страны. Является ли эта страна развитой или развивающейся?

45. Используя данные об уровне связанного тарифа, содержащиеся в файле «Глава 7. Задачи», лист «Связанный тариф»:

a. Рассчитайте все показатели, перечисленные в предыдущей задаче.

b. Составьте таблицу, сравнивающую соответствующие рассчитанные показатели по применяемому и связанному тарифам.

c. Существует ли разрыв между средними уровнями применяемого и связанного тарифов? Если да, то насколько он велик и о чем свидетельствует эта величина?

d. Имеются ли товарные позиции, по которым применяемый тариф выше связанного? О чем это свидетельствует?

46. Используя данные об объеме импорта, содержащиеся в файле «Глава 7. Задачи», листы «Применяемый тариф» и «Объем импорта»:

a. Рассчитайте общий средний взвешенный уровень тарифа отдельно для сельскохозяйственных и несельскохозяйственных товаров.

b. Рассчитайте взвешенный тариф для каждой товарной группы на уровне двух первых знаков кода Гармонизированной системы (от 10 до 99).

c. Разбейте все товары на товары, находящиеся на первой стадии обработки (first stage of processing), полуобработанные товары (semi-processed), полностью обработанные товары (fully processed). Рассчитайте взвешенный тариф по каждой группе.

47. На базе статистических данных, полученных в результате решения трех последних задач, напишите короткое эссе в трех частях на тему «Тарифная политика и ее влияние на экономическое положение страны», последовательно предполагая, что страна, о которой идет речь:

a. Развитая индустриальная страна.

b. Развивающаяся страна – экспортер продовольствия.

c. Страна с переходной экономикой.

Мысли великих

Слава Богу, что на вранье нет пошлин! Ведь какое было бы всем разорение!

Денис Фонвизин (1744–1792),
русский писатель-просветитель

На досуге

- Достичь свободы торговли – это все равно, что попасть в рай. Все туда стремятся, но никто особенно не торопится.
- Тариф – это налог на импорт, предназначенный для того, чтобы защитить местного производителя от гнева потребителя его товаров.
- Экономисты меньше всего оказывают влияние на политику, когда они разбираются в ситуации и действуют максимально согласованно.
- Экономисты максимально влияют на политику, когда они понимают меньше всего и больше всего спорят.

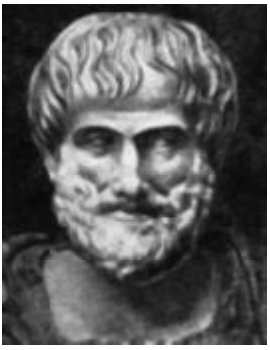
Непереводимая игра слов

Did you hear of the economist who dove into his swimming pool and broke his neck? He forgot to seasonally adjust his pool.

Глава 8

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

Любая наука ищет некоторые начала и причины для всякого относящегося к ней предмета – и науки о творчестве, и науки математические.



Аристотель (ок. 384–322 гг. до н.э.), древнегреческий философ и педагог

Ключевые понятия

Государственное право отбора
Контроль за движением капитала
Либерализация капитального счета
Мягкое право
Национальный режим:
  взаимный
  с негативным списком исключений
  на доинвестиционной стадии
  на послеинвестиционной стадии
Режим выборочной либерализации
Режим наибольшего благоприятствования
Содействие инвестициям
Спор:
  между государствами
  между инвесторами
  между инвестором и государством
Справедливое и равное обращение

1. КОМПОНЕНТЫ АНАЛИЗА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ

Анализ инвестиционного режима – важнейший компонент анализа внешнего сектора экономики. Сложность анализа заключается в том, что не существует общепринятых норм или модели лучшей практики, относительно которой можно было бы судить об эффективности политики анализируемой страны в области международных инвестиций. Имеется только законодательная практика.

Законодательная практика

Вопросы иностранных инвестиций регулируются на нескольких уровнях:

• *Национальное законодательство.* В некоторые странах существуют национальные законы или кодексы иностранных инвестиций. В других регулирование режима доступа иностранных инвестиций разбросано по многим законодательным актам, относящимся к вопросам

налогообложения, стимулирования отраслевого развития, лицензирования, создания новых предприятий вообще.

• *Международные соглашения*. Такие соглашения открыты для присоединения всех стран. Хотя попытки, предпринимавшиеся на протяжении ряда лет в рамках ООН, ЮНКТАД, ОЭСР и ВТО, разработать международное соглашение по инвестициям результата на дали, опыт, накопленный в процессе переговоров, представляет собой ценный источник идей относительно регулирования инвестиций. Особенно это касается проекта Кодекса ООН по регулированию ТНК. Некоторые действующие международные соглашения содержат положения, регулирующие отдельные аспекты инвестиций. Это относится к статьям Соглашения МВФ, ГАТС и некоторым другим соглашениям ВТО.

• *Многосторонние соглашения.* Такие соглашения, которые заключаются группой стран и обычно закрыты для присоединения других стран, нередко содержат положения, касающиеся правил инвестирования между участвующими странами. Наиболее яркие примеры – соглашения ЕС, Соглашение об Энергетической хартии (*Energy Charter Treaty*), кодексы либерализации движения капитала и текущих операций, разработанные в рамках ОЭСР.

• *Двусторонние инвестиционные соглашения (bilateral investment agreement, BIT)* – соглашения о продвижении и привлечении инвестиций, содержащие условия, которые страны обязались предоставлять взаимным инвестициям. Страны с начала 60-х гг. заключили около 2000 двусторонних инвестиционных соглашений. Такие соглашения сильно различаются по характеру, степени покрытия обязательств и механизмам принуждения к их исполнению. Однако они имеют ряд общих черт, в направлении которых постепенно движется международное инвестиционное законотворчество и которые представляют собой, возможно, самое существенное достижение в этой сфере.

• *Мягкое право (soft law)* – стандарты и всевозможные кодексы наилучшей практики, которые стремятся отразить накопленный мировой опыт регулирования инвестиций. Наиболее существенным примером может служить опубликованное в 1992 г. Мировым банком «Руководство по прямым иностранным инвестициям» (*Guidelines for the Treatment of Foreign Direct Investment*). Некоторые рекомендации подобных документов попадают в национальное законодательство и становятся обязательными. Также резолюции, принимаемые органами ООН, хотя и носят рекомендательный характер, могут служить определенными ориентирами в отношении того, что международное сообщество считает наилучшей практикой в той или иной сфере в данный момент времени.

Определение инвестиций

Определение инвестиций, принятое в анализируемой стране или включенное в ее двусторонние инвестиционные соглашения, имеет важное значение, поскольку ограничивает типы инвестиций, которые являются объектом регулирования. Возможны два основных подхода к определению инвестиций – широкое и узкое.

• *Широкое определение инвестиций (broad definition of investment).* Под инвестициями понимаются любые активы, как пересекающие границу, так и уже находящиеся в стране. При использовании широкого определения инвестиций любые новые виды капиталовложений и активов автоматически попадают в понятие инвестиций. Широкое определение может предусматривать, что инвестиции – это любые активы, но их доступ на территорию страны сопряжен с некоторыми условиями, по сути их ограничивающими. Получается, что под это определение можно подвести любые типы активов, как те, развитию и привлечению которых правительство намерено содействовать, так и те, которые нежелательны.

• *Узкое определение инвестиций (narrow definition of investment)*. При узком определении под инвестициями понимается только один вид инвестиций, чаще всего прямые зарубежные инвестиции (*foreign direct investment, FDI)*. Определение таких инвестиций предполагает, что инвестор имел контроль над предприятием. Широкое определение инвестиций можно сделать более узким следующими путями: перечислением видов инвестиций, которые исключаются из понятия инвестиций (например, под инвестициями могут пониматься любые активы, кроме портфельных инвестиций); перечислением видов инвестиций, которые включаются в понятие «инвестиции»; исключением из понятия «инвестиции» активов меньше определенной стоимости; исключением из понятия «инвестиции» всех инвестиций, сделанных до вступления в силу закона или соглашения об инвестициях; включением в понятие «инвестиции» только инвестиций, сделанных в определенные отрасли экономики. Ограничение понятия «инвестиции» возможно также, например, при переводе прибыли за рубеж. Актив считается инвестицией только при переводе прибыли на него за рубеж.

В настоящее время не существует лучшей международной практики при определении инвестиции. Все зависит от того, какие цели ставит правительство при разработке инвестиционной политики. Если задача состоит в регулировании притока-оттока инвестиций, лучше использовать узкое определение. Если основная задача заключается в привлечении разнообразных инвестиций путем обеспечения их защиты, применяют широкое определение. Международные инвестиции составляют часть счета операций с капиталом и финансовых операций в платежном балансе. В зависимости от выбранного определения они охватывают только определенные статьи этого счета или – при широком определении – все его статьи.

Схема анализа

Анализ инвестиционного режима должен проводиться в определенной последовательности.

Таблица 8.1. Схема анализа инвестиционной политики

I. Новейшие тенденции в области инвестиций	**I. Recent investment trends**
1. Потоки прямых иностранных инвестиций	1. FDI flows
2. Источники прямых инвестиций	2. Sources of FDI
3. Отраслевое распределение	3. Sectoral distribution
a. Промышленность	a. Industry
b. Сельское хозяйство	b. Agriculture
c. Услуги	c. Services
d. Инфраструктура	d. Infrastructure
4. Типы прямых инвестиций	4. FDI types
a. Ориентированные на внутренний рынок	a. Domestic market-oriented
b. Ориентированные на внешний рынок	b. Export market-oriented
5. Воздействие на экономику	5. Impact on economic performance
II. Правила допуска и создания предприятий	**II. Entry and establishment**
1. Законодательная база	1. Legal framework
a. Закон об иностранных инвестициях	a. Foreign investment code
b. Другие законы	b. Other regulations
2. Требования к размеру собственности и контролю	2. Ownership and control requirements
3. Отраслевые ограничения на инвестиции	3. Sectoral restrictions
4. Процедуры подачи и рассмотрения заявки	4. Application procedures

Продолжение

III. Общие стандарты отношения к инвестициям	**III. General standards of treatment**
1. Валютные условия инвестиций	1. Foreign exchange arrangements
2. Налоговый режим	2. Taxation
a. Подоходный налог	a. Income tax
b. Налог на добавленную стоимость	b. Value-added tax
c. Импортные пошлины	c. Import duties
d. Другие налоги	d. Other taxes
3. Право собственности на землю	3. Land ownership
4. Правила приватизации	4. Privatization rules
5. Коммерческое право	5. Commercial law
6. Политика в области конкуренции	6. Competition policies
7. Политика в области охраны окружающей среды	7. Environment protection
8. Соглашения о передаче и охране технологии	8. Technology agreements
IV. Специальные правила о прямых инвестициях	**IV. Specific treatment of FDI**
1. Стандарт режима	1. Standards of treatment
a. Национальный режим	a. National treatment
b. Режим наибольшего благоприятствования	b. Most-favorable-nation treatment
c. Режим справедливого и равного отношения	c. Fair and equitable treatment
2. Лицензирование	2. Licensing
3. Репатриация	3. Repatriation
4. Экспроприация	4. Expropriation
5. Требования к уровню производства	5. Performance requirements
6. Требования к персоналу и условиям занятости	6. Personnel and employment requirements
7. Требования, специфичные для отраслей	7. Industry-specific requirements
8. Требования к мониторингу и отчетности	8. Monitoring and reporting requirements
V. Защита прямых иностранных инвестиций	**V. Protection of FDI**
1. Разрешение споров	1. Dispute settlement
2. Применение международных соглашений	2. International agreements
3. Соглашения о двойном налогообложении	3. Double taxation treaties
4. Правила собственности	4. Property rights
5. Защита интеллектуальной собственности	5. Intellectual property protection
6. Корпоративное управление	6. Corporate governance
7. Стандарты бухучета	7. Accounting standards
VI. Стимулирование инвестиций	**VI. Investment incentives**
1. Продвижение инвестиций	1. Investment promotion
a. Институциональная структура	a. Institutional framework
b. Национальные органы по продвижению инвестиций	b. National investment authority
c. Инвестиционные функции других органов	c. Investment promotion functions of other agencies
d. Частные органы по продвижению инвестиций	d. Private sector FDI promotion
e. Инвестиционные советы	e. Investor consultations
2. Бюджетное стимулирование	2. Fiscal incentives
a. Сокращение корпоративного налога	a. Reduced corporate tax
b. Предоставление отсрочки выплаты налогов	b. Tax holiday
c. Ускоренная амортизация	c. Accelerated depreciation
d. Перенос убытков на будущий период	d. Loss carry over
e. Инвестиционные выплаты	e. Investment allowance
f. Вычет инвестиций из налогооблагаемой базы	f. Investment tax credit
g. Сокращение налога	g. Tax credits
h. Сокращение выплат на социальное страхование	h. Deductions from social security contributions
i. Изъятие из-под налогов и пошлин	i. Exemptions from taxes and duties

Продолжение

3. Зоны свободной торговли	3. Free-trade zones
4. Соглашения о двойном налогообложении	4. Double taxation treaties
5. Отраслевые инвестиционные стимулы	5. Sectoral investment incentives
VII. Инвестиционные возможности	**VII. Investment opportunities**
1. Добывающая промышленность	1. Mining
2. Агробизнес	2. Agribusiness
3. Обрабатывающая промышленность	3. Manufacturing
4. Финансовые услуги	4. Financial services
5. Туризм	5. Tourism
6. Инфраструктура	6. Infrastructure
7. Коммунальные услуги	7. Utilities

Итак, международные инвестиции составляют часть счета операций с капиталом и финансового счета в платежном балансе. Они регулируются национальным законодательством, международными и многосторонними соглашениями, двусторонними инвестиционными соглашениями, а также нормами мягкого права – всевозможными необязательными стандартами и кодексами лучшей практики, применимой к инвестициям. Общепринятого определения инвестиций не существует. На практике используется либо широкое, либо узкое определение. При широком определении инвестициями считаются любые активы, как пересекающие границу, так и уже находящиеся в стране. При узком определении под инвестициями понимается только определенный вид инвестиций, чаще всего прямые зарубежные инвестиции, в результате которых возникает контроль над предприятием со стороны инвестора. Анализ инвестиционного режима может выполняться в следующей последовательности: описание новейших тенденций в области иностранных инвестиций; правила допуска иностранных инвестиций и создания предприятий с иностранными инвестициями; стандарты отношения к инвестициям; специальные правила отношения к прямым инвестициям; механизмы защиты и стимулирования прямых инвестиций; описание инвестиционных возможностей в ключевых отраслях.

2. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ РЕЖИМ

Режим доступа инвестиций

В законодательстве большинства стран предусматривается один из следующих режимов доступа иностранных инвестиций на территорию страны.

• *Государственное право отбора (state discretion)* – государство по законодательству может оставлять за собой право осуществлять отбор (*screening*) инвестиций до того, как они попадут на территорию страны. Обычно условия отбора инвестиций применяются для защиты молодых и еще неконкурентных в международном масштабе отраслей промышленности, а также по соображениям общественной морали, безопасности, здоровья, культурного наследия.

• *Режим выборочной либерализации (selective liberalization)* – включение в инвестиционное законодательство исчерпывающего списка отраслей или областей деятельности, в которые разрешены иностранные инвестиции. При этом во все остальные отрасли, не включенные в этот «положительный список», инвестиции запрещены. Такой подход чаще всего используется развивающимися странами, обеспокоенными тем, что предоставление широкого доступа иностран-

ным инвестициям может подорвать конкурентоспособность отдельных отраслей национальной промышленности.

• *Взаимный национальный режим (mutual national treatment)* – взаимные обязательства стран, заключающих инвестиционное соглашение о предоставлении инвестициям из страны-партнера национального режима. Это наиболее развитая форма либерализации режима доступа иностранных инвестиций, встречающаяся только в зрелых интеграционных группировках, таких как ЕС.

• *Национальный режим с негативным списком исключений (national treatment with a negative list of exceptions)* – режим доступа иностранных инвестиций, при котором партнеры предоставляют инвестициям друг друга национальный режим во всех сферах, за исключением некоторых перечисленных в списке исключений. Такой тип инвестиционного соглашения заключен, например, между США и Канадой.

Стандарты обращения с инвестициями

Существуют три основных стандарта обращения с иностранными инвестициями – национальный режим, режим наибольшего благоприятствования и справедливое и равное обращение.

@ *Национальный режим (national treatment)* – равенство в правовом отношении национальных и иностранных предприятий.

Использование стандарта национального режима в существующих двусторонних инвестиционных соглашениях варьируется от полного отсутствия упоминания этого стандарта до его полного использования. Обычно страны, принимающие иностранные инвестиции, которые не уверены в конкурентоспособности своих предприятий, оговаривают, что предоставление национального режима должно быть специально оговорено заинтересованными сторонами на двусторонней основе. Так используется этот принцип в АСЕАН. Если в инвестиционных соглашениях анализируемой страны стандарт национального режима для иностранных предприятий не предусмотрен вообще или ограничен некоторыми отраслями, это говорит о серьезной слабости местных предприятий в отношении тех предприятий стран, с которыми заключены инвестиционные соглашения.

Если национальный режим предоставляется, то это делается в одной из следующих форм:

• *Национальный режим на послеинвестиционной стадии (post-establishment national treatment)* – стандарт национального режима распространяется только на уже действующие предприятия с иностранными инвестициями. Такой режим может быть ограниченным или полным. Ограниченный национальный режим применяется только к уже созданным иностранным предприятиям. В этом случае государство применяет разные стандарты к иностранным и местным инвесторам – обычно через систему отбора – в момент получения ими разрешения на осуществление инвестиции. Но после того как инвестиция сделана, оба инвестора и созданное ими предприятие получают равные права. В этих целях в инвестиционном законодательстве предусматривается «исключение в целях развития» (*development exception*). Такое исключение делается для местных инвесторов обычно через резервирование за ними исключительного права инвестирования в определенные отрасли или регионы, права на получение доступа к механизмам поощрения инвестиций. Стандарт национального режима может также ограничиваться отсутствием в инвестиционных соглашениях ссылки на два других стандарта отношения к иностранным инвестициям. Примером таких соглашений является двустороннее инвестиционное соглашение между Индонезией и Швейцарией. Полный национальный режим характеризуется отсутствием исключений.

• *Национальный режим на доинвестиционной стадии (pre-establishment*

national treatment) – стандарт национального режима распространяется как на уже действующие предприятия, так и на правила их создания. Такой режим также может быть ограниченным и полным. Национальный режим может ограничиваться за счет включения в инвестиционное соглашение позитивного списка отраслей или регионов, в которых разрешены иностранные инвестиции, при том, что во все другие отрасли и регионы они запрещены; включения статьи о «лучшем усилии» (*best endeavor*) принимающей страны обеспечить национальный режим на стадии инвестирования без четких правовых гарантий сделать это. Примером могут служить ГАТС и Инвестиционные принципы АТЭС (*Asia-Pacific Economic Cooperation – APEC*). Полный национальный режим означает отсутствие подобных ограничений.

С точки зрения макроэкономического анализа использование стандарта национального режима в отношении иностранных инвестиций может считаться правильной политикой, поскольку она способствует привлечению иностранных инвестиций. Ее оценка должна основываться на степени использования стандарта национального режима на практике, обращая особое внимание на существующие изъятия и ограничения. Чаще всего наиболее простой способ выяснить существующие проблемы с использованием национального режима – поговорить с иностранными инвесторами, чьи предприятия расположены в данной стране, и затем выслушать точку зрения по поводу взглядов, высказанных инвесторами, официальных лиц в правительстве, отвечающих за иностранные инвестиции. В любом случае с точки зрения улучшения рыночного распределения ресурсов использование национального режима крайне желательно для любой страны, разумеется, при учете национальной специфики, потребностей перестройки неконкурентоспособных отраслей и стимулирования развития отдельных регионов.

@ *Режим наибольшего благоприятствования в иностранных инвестициях (most favored nation in foreign investment)* – страна, принимающая иностранные инвестиции, должна предоставить другой стране инвестиционный режим, не менее благоприятный, чем она предоставляет любой третьей стране.

РНБ может распространяться на иностранных инвесторов либо только тогда, когда они уже сделали инвестицию, или одновременно и на предынвестиционной, и послеинвестиционной стадиях. В отличие от национального режима, РНБ является стандартным условием практически всех инвестиционных соглашений. Исключения из РНБ встречаются и обычно касаются соглашений об избежании двойного налогообложения: если страна заключила такое соглашение с какой-либо другой страной, она не обязана заключать такие же соглашения со всеми третьими странами. Инвестиционные преференции, предоставляемые друг другу странами–членами региональных соглашений, также обычно изъяты из РНБ. Изъятия из РНБ могут вводиться в целях защиты национальной безопасности, здоровья и морали. С точки зрения макроэкономического воздействия РНБ на инвестиционный режим его наличие в инвестиционной практике анализируемой страны крайне важно, так как, особенно в случае большой страны, он обеспечивает для иностранных инвесторов равные условия конкуренции на ее рынке. Исключения из РНБ должны быть четко определены и быть минимальными, чтобы не подрывать принцип в целом. Исключения, направленные на отдельные страны или отрасли, неприемлемы и чаще всего свидетельствуют о слабости национальной промышленности, ее неспособности конкурировать с продукцией изъятых стран и говорят о необходимости скорейшей структурной перестройки.

@ *Справедливое и равное обращение (fair/just and equitable treatment)* – разрешение инвестиционных проблем на

основе законов и правил, но с учетом принципа равенства и справедливости, а также окружающих обстоятельств, индивидуальных особенностей инвесторов и принимающих стран.

Стандарт справедливого и равного обращения используется в инвестиционных соглашениях редко. Чаще всего он вводится как оговорка или объяснение к стандартам национального режима и РНБ, где указывается, что отношение к иностранным инвесторам должно быть справедливым и равным. Нередко в соглашениях содержатся положения, которые предписывают, но не обязывают правительства справедливо относиться к иностранным инвесторам. Если положение о справедливом и равном обращении включено в инвестиционное соглашение, то инвестор получает некоторую степень уверенности в том, что его инвестиции не будут предметом произвола и административных капризов местных чиновников. Стандарт справедливого и равного обращения включен в инвестиционные соглашения между Голландией и Филиппинами, Мексикой и Швейцарией и некоторыми другими странами. Макроэкономическая значимость этого стандарта невелика, и при анализе он обычно рассматривается как важное, но не необходимое дополнение к двум другим стандартам.

Таким образом, существуют три основных стандарта обращения с иностранными инвестициями – национальный режим, режим наибольшего благоприятствования и режим справедливого и равного обращения. Наиболее развитой в инвестиционном отношении может считаться страна, предоставляющая иностранным инвесторам все три режима (без или с минимальными исключениями). Если страна не может этого сделать, то важно обеспечить введение хотя бы национального режима для создания одинаковых конкурентных условий местным и иностранным инвесторам, что само по себе приведет к росту эффективности экономики. Сочетание национального режима с РНБ более важно, чем сочетание национального режима с режимом справедливого и равного отношения, поскольку РНБ сам по себе уже обеспечивает равенство в отношении всех иностранных инвесторов, позволяя участникам рынка самостоятельно, без государственных препятствий выбрать наиболее конкурентоспособного и эффективного из них.

Защита инвестиций

Законодательное закрепление стандартов отношения к иностранным инвестициям должно быть подкреплено механизмами защиты инвестиций.

@ *Защита инвестиций (investment protection)* – правила и практика охраны интересов иностранных инвесторов от действий правительства принимающей страны, которые могут нанести ущерб интересам иностранного инвестора.

Обычно инвесторы ищут защиты против трех типов мер, которые могут быть предприняты правительством принимающей страны:

- Экспроприация собственности и расторжение контрактов, которые могут привести к прекращению деятельности инвестора в принимающей стране или серьезно подорвать эффективность его операций.
- Дискриминационное налогообложение, произвольный отзыв инвестиционной лицензии, невыполнение обязательств по вопросам интеллектуальной собственности, затруднения с репатриацией прибыли, капитала и осуществлением международных платежей.
- Государственные меры, которые затрагивают иностранных инвесторов в большей степени, чем национальных инвесторов.

На практике одним из важных способов защиты инвестиций является механизм разрешения инвестиционных споров. Такой механизм обязан предоставить возможность разрешения трех основных видом споров:

• *Спор между инвесторами (investor-to-investor dispute).* Решение инвестиционных споров между частными национальными и иностранными компаниями обычно происходит в национальном суде или арбитраже. Двусторонними соглашениями может быть также предусмотрено использование на добровольной основе услуг арбитража различных межгосударственных и международных негосударственных организаций, таких как Комиссия ООН по международному праву или Международная торгово-промышленная палата.

• *Спор между государствами (state-to-state dispute).* Инвестиционный спор может быть поднят на межгосударственный уровень, если его предметом является неурегулированность двусторонних инвестиционных отношений между государствами. Такие споры решаются путем дипломатических переговоров.

• *Спор между инвестором и государством (investor-to-state dispute).* Такие споры решаются обычно судами принимающей страны. Созданный под эгидой Мирового банка Международный центр по урегулированию инвестиционных споров может также использоваться в этом случае по соглашению сторон.

Содействие инвестициям

В добавление к законодательному закреплению стандартов отношений к инвестициям и эффективному функционированию механизмов защиты инвестиций практически все страны предлагают механизмы содействия инвестициям (*пример 8.1*).

@ *Содействие инвестициям (investment promotion)* – меры государственной политики, направленные на привлечение иностранных инвесторов и защиту их прав.

Отдельные страны отличаются друг от друга по уровню содействия развитию инвестиций. По степени зрелости различают следующие три вида содействия инвестициям:

• Первый вид – простая либерализация режима прямых иностранных инвестиций, предусматривающая устранение или сокращение административных барьеров на пути таких инвестиций, улучшение правового и институционального климата для иностранных инвесторов и усовершенствование внутреннего рынка капитала. Практически все страны мира предприняли шаги в этом направлении, предполагая, что с либерализацией инвестиционного режима приток инвестиций должен возрасти. Действительно, простой либерализации зачастую оказывается достаточно для стран со стабильной экономикой, чтобы значительно увеличить приток инвестиций.

• Второй вид – активная политика правительств по привлечению инвестиций наряду с проведением либерализации. Обычно такая политика заключается в создании специальных государственных или полугосударственных агентств по привлечению инвестиций, которые на начало 2000 г. существовали почти в 160 странах. Эффективность функционирования агентств зависит от зрелости институциональной структуры страны в целом, в особенности от их взаимодействия с министерством финансов, а также от стабильности общей макроэкономической ситуации.

• Третий вид – целенаправленная работа с потенциальными инвесторами в дополнение к либерализации и созданию агентств по привлечению инвестиций. Такая политика используется и приносит успех в странах, где существуют кластерные отрасли, продукт которых важен для мирового рынка – такие как нефтедобыча и разработка других полезных ископаемых. Ее цель – соединить ресурсные относительные преимущества стран с преимуществами использования иностранного финансирования и технологии для создания конкурентного в мировом масштабе сектора экономики.

Меры содействия инвестициям весьма разнообразны. Они включают как прямые, так и косвенные меры.

• *Предоставление информации и технической помощи.* Инвестиционная поли-

тика практически всех стран гарантирует получение иностранным инвестором необходимой информации об условиях бизнеса и создание иностранных предприятий в принимающей стране, предлагает помощь в осуществлении проектных исследований, технического и коммерческого обоснования инвестиций.

• *Прямая финансовая поддержка и фискальные льготы.* Финансовая поддержка иностранным инвестициям предоставляется преимущественно развитыми странами либо через прямые выплаты инвесторам, создающим предприятия в приоритетных отраслях или регионах, или через их изъятие из-под определенных форм налогообложения, чаще всего на первом этапе создания предприятия.

• *Страхование инвестиций.* В большинстве развитых стран существуют национальные агентства по страхованию инвестиций, которые продают страховки от рисков экспроприации, войны, стихийных бедствий. Инвесторы из развитых стран, желающие вложить средства в развивающиеся страны, могут приобрести страховку в таких агентствах от рисков, типичных для развивающихся стран.

Пример 8.1. Узбекистан: инвестиционный режим

Допуск инвестиций. Иностранные инвестиции регулируются Законом об иностранных инвестициях и Законом о гарантиях и мерах защиты прав иностранных инвесторов 1998 года. Иностранные инвесторы могут инвестировать в любые сферы экономической деятельности наравне с национальными инвесторами и могут делать это через приобретение собственности, создание филиалов или приобретение акций узбекских компаний. Правительство активно регулирует допуск иностранных инвестиций через: переговоры о приобретении иностранным инвестором части собственности в государственных компаниях; предоставление инвесторам льгот и привилегий; регистрацию иностранных инвестиций, которая по сути представляет собой фиксацию договоренностей, достигнутых в процессе переговоров о доступе, и отбор правительством наиболее важных инвестиций.

Стандарты отношения к иностранным инвестициям. По закону всем иностранным инвестициям предоставляется национальный режим. Закон не оговаривает предоставления РНБ или равного и справедливого режима иностранным инвесторам. Применение национального режима ограничено общим низким стандартом отношения государства к частному предпринимательству и неконвертируемостью национальной валюты.

Налоговые льготы иностранным инвесторам. Предприятия с более чем 50% иностранных инвестиций, производящие товары и услуги, платят налог на прибыль в размере 16–20% по сравнению с налогом на прибыль в 35% всех других предприятий. Реинвестированная прибыль не облагается налогом. Предприятия минимум с 30% иностранных инвестиций могут быть освобождены от налога на прибыль в течение 7 лет после их создания, если они включены в государственную программу иностранных инвестиций.

Рекомендации.

- Необходимо разработать модель инвестиционного контракта и четкий перечень приоритетов для инвестиций в каждый ключевой сектор экономики. Такой перечень принципов инвестиционной политики должен включать указание целей правительства в данной отрасли, определение отношений инвестора с министерством финансов (касательно налоговых и иных льгот) и Центральным банком (касательно валютного регулирования и репатриации прибыли), определение меры защиты инвестиций от потенциальных рисков, правовую форму предприятия, принципы его управления и прекращения, а также принципы функционирования – право на экспорт

Продолжение

и импорт, доступ к коммунальным услугам, условия найма и увольнения персонала, местного и иностранного.

- Надо перейти к оценке государственных активов на основе их рыночной стоимости. Государственные активы, привлекательные для иностранных инвесторов, должны продаваться через систему международных тендеров. Государственные активы, не привлекательные для иностранных инвесторов, должны продаваться через систему внутренних тендеров, преимущественно местным инвесторам, хотя иностранцы не должны быть исключены из состава потенциальных инвесторов.
- Необходимо дополнить общую государственную гарантию неприкосновенности иностранных инвестиций в течение 10 лет системой двусторонних соглашений между правительством и крупными инвесторами относительно гарантий в конкретных наиболее чувствительных областях – налогообложении, репатриации прибыли, прав на экспорт и импорт.
- Следует устранить валютные и импортные ограничения, что может быть достигнуто только в результате глубоких макроэкономических реформ. Как промежуточная мера, отдельные наиболее крупные инвестиции в приоритетные для экономики сферы должны быть выведены из-под действия валютных и импортных ограничений.
- Надо изменить систему налогообложения, сделать ее более действенной в отношении иностранных инвестиций путем снижения импортных пошлин на инвестиционные товары, усовершенствовать систему возврата НДС, пересмотреть определение налогооблагаемой прибыли и разрешить списание процентов и потерь с налогооблагаемой прибыли; привести ставки налогов на минеральные ресурсы и на экспорт в соответствие с международными нормами.
- Необходимо открыть государственный сектор для частных инвестиций и конкуренции, в том числе со стороны иностранных инвесторов. Устранить дискриминацию в отношении мелких и средних иностранных инвесторов.
- Пример взят из странового обзора инвестиций, подготовленного ЮНКТАД и имеющегося по многим другим странам на сайте этой организации www.unctad.org.

Итак, возможные режимы доступа иностранных инвестиций включают государственное право отбора инвестиций; выборочную либерализацию; предоставление национального режима на условиях взаимности; национальный режим с негативным списком исключений. Существуют три основных стандарта обращения с иностранными инвестициями – национальный режим (равенство в правовом отношении национальных и иностранных предприятий), режим наибольшего благоприятствования (страна, принимающая иностранные инвестиции, должна предоставить другой стране инвестиционный режим, не менее благоприятный, чем она предоставляет любой третьей стране) и справедливое и равное обращение (разрешение инвестиционных проблем на основе законов и правил, но с учетом принципа равенства и справедливости). Защита инвестиций – правила и практика охраны интересов иностранных инвесторов от действий правительства принимающей страны, которые могут нанести ущерб интересам инвестора. Механизм разрешения инвестиционных споров должен позволять разрешать споры между инвесторами, между государствами и между инвестором и государством. Основные меры содействия инвестициям включают предоставление информации и технической помощи, прямую финансовую поддержку, фискальные льготы и страхование инвестиций.

3. ОГРАНИЧЕНИЯ НА ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА

Практически все страны в той или иной форме вводят ограничения на межстрановое движение капитала. В развитых странах ограничений значительно меньше, чаще всего они носят косвенный характер и зачастую незаметны при анализе экономики на агрегированном уровне. В развивающихся странах система ограничений обычно весьма сложна, принимает в основном форму прямых запретов и количественных нормативов и легко видна даже при анализе агрегированных показателей.

@ *Контроль капитала (capital controls)* – прямые или косвенные ограничения на межстрановое движение финансовых ресурсов, включенных в финансовый счет и счет движения капитала платежного баланса.

Типы ограничений

Существует много разновидностей возможных ограничений, которые страны могут вводить на международное движение капитала. В целях макроэкономического анализа все их можно условно разделить на прямые и косвенные ограничения, основанные на рыночных механизмах. *Прямые ограничения* включают запреты, количественные ограничения и административные процедуры ограничения на некоторые виды межстранового движения капитала, которые могут не только основываться на правилах, но и быть совершенно дискреционными. *Косвенные ограничения* препятствуют межстрановому движению капитала путем увеличения издержек, которые инвесторы должны нести для осуществления инвестиций за рубежом.

С точки зрения *субъекта инвестиций*, ограничения на движение капитала могут накладываться как на резидентов, так и нерезидентов; как на покупку, так и продажу активов или размещение финансовых ресурсов. Основных форм ограничений четыре: ограничения на покупку на внутреннем рынке нерезидентами; ограничения на продажу или выпуск на внутреннем рынке нерезидентами; ограничения на приобретение за рубежом резидентами; ограничения на продажу или выпуск за рубежом резидентами.

С точки зрения *объекта инвестиций*, прямые ограничения, законодательно запрещающие или ограничивающие ту или иную форму межстранового движения капитала, могут принимать следующие формы:

- Ограничения на покупку и продажу ценных бумаг, обращающихся на рынке капитала (*capital market securities*), – как на акции (*shares*) и другие титулы собственности, так и облигации (*bonds*) и другие титулы долга сроком действия более одного года;
- Ограничения на приобретение и продажу инструментов денежного рынка (*money market instruments*) – акций частных компаний, облигаций частных компаний и государства, а также депозитных сертификатов и других ценных бумаг сроком действия менее одного года;
- Ограничения на коллективные инвестиционные ценные бумаги (*collective investment securities*) – свидетельства (сертификаты или электронные записи) об участии в совместных фондах и инвестиционных трастах;
- Ограничения на финансовые деривативы и другие инструменты (*derivatives and other instruments*) – все другие финансовые инструменты, не перечисленные выше (опционы, фьючерсы, свопы и пр.)
- Ограничения на кредитные операции (*credit operation*) между резидентами и нерезидентами, которые могут принимать форму ограничений на предоставление коммерческих кредитов (связанных с финансированием международных торговых операций), финансовых кредитов (все другие кредиты), а также гарантий, поручительств и других форм финансовой поддержки.

• Ограничения на прямые инвестиции (*direct investments*) – как на прямые инвестиции из-за рубежа, так и на прямые инвестиции за рубеж, связанные с установлением длительного присутствия в капитале иностранной компании; а также на ликвидацию прямых инвестиций.

• Ограничения на сделки на рынке недвижимости (*real estate transactions*) во всех формах, не связанных с прямыми инвестициями, – приобретение недвижимости за рубежом резидентами в личных целях, приобретение недвижимости внутри страны нерезидентами, продажа недвижимости внутри страны нерезидентами.

• Ограничения на личные сделки с капиталом (*personal capital transactions*) – ограничения на предоставление займов резидентами нерезидентам, получение подарков, наследства, даров и пожертвований, переводы финансовых средств за границу эмигрантами, перевод финансовых средств в страну иммигрантами, переводы выигрышей и призов.

• Ограничения на операции коммерческих банков (*provisions specific to commercial banks*). В их число входят ограничения на получение иностранных кредитов, открытие и поддержание счетов за границей, предоставление финансовых и коммерческих кредитов нерезидентам, выдача кредитов внутри страны в иностранной валюте, приобретение местных ценных бумаг, деноминированных в иностранной валюте. К ограничениям на операции коммерческих банков также относятся различия в законодательном отношении к депозитам в иностранной валюте по сравнению с депозитами в местной валюте (в резервных требованиях, в уровне требований к ликвидности активов, в уровне процента), различия в отношении к депозитам нерезидентов, инвестиционном регулировании и регулировании открытой валютной позиции резидентов и нерезидентов.

• Ограничения на институциональных инвесторов (*institutional investors*), прежде всего пенсионные фонды и страховые компании, ограничения на максимальное количество ценных бумаг, которое может быть выпущено нерезидентами, на максимальный размер инвестиционного портфеля, который может находиться за рубежом, на минимальный размер инвестиционного портфеля, который должен быть внутри страны, требование о соответствии валютной композиции активов и пассивов (*пример 8.2*).

С точки зрения *объекта* инвестиций, *косвенные ограничения*, ограничивающие межстрановое движение капитала путем искусственного увеличения возникающих издержек, могут выступать в следующих формах:

• Системы двойного валютного курса, что означает применение различного валютного курса к операциям по текущему и капитальному счетам платежного баланса. Такая система позволяет отделить желаемые производительные потоки капитала, связанные прежде всего с расчетами по текущим операциям и прямыми инвестициями, от нежелаемых спекулятивных потоков путем применения различного валютного курса. Обычно курс по желаемым потокам устанавливается на уровне рыночного либо даже ниже рыночного, тогда как по нежелаемым потокам – выше рыночного, что делает приобретение национальной валюты для спекулятивных операций значительно более дорогим, чем для других типов операций.

• Прямого дифференцированного налогообложения межстрановых инвестиций. Налоги могут вводиться либо на определенные виды межстрановых транзакций с капиталом, которые правительство считает необходимым ограничить, или на прибыль иностранных инвесторов внутри страны, или национальных инвесторов за рубежом, тем самым сокращая ее. В зависимости от целей политики ограничения движения капитала дифференцированные налоги могут вводиться на операции с капиталом резидентов и нерезидентов, на движение различного типа активов или на активы с различным сроком действия.

Пример 8.2. Россия: контроль за движением капитала в 2002 году

Контроль за инструментами денежного рынка. Операции с иностранной валютой разрешены резидентам, имеющим лицензию ЦБ. Нерезиденты могут приобретать российские акции, деноминированные в иностранной валюте. Нерезиденты могут продавать ценные бумаги, деноминированные в рублях за рубли и деноминированные в иностранной валюте за иностранную валюту, на внутреннем российском рынке без ограничений. Доход от продажи должен быть внесен на счет в иностранной валюте типа K в уполномоченном банке. Резиденты могут покупать ценные бумаги за рубежом с разрешения ЦБ и на сумму не более 75 тыс. долл. в год путем перевода иностранной валюты со своего счета в российском банке. Продажа российских ценных бумаг за рубежом требует разрешения уполномоченного государственного органа по ценным бумагам. Приобретение государственных облигаций нерезидентами разрешено с использованием средств со счетов типа K и N в уполномоченном банке. Продажа российских облигаций за рубежом требует разрешения ФКЦБ.

Контроль за деривативами. Приобретение иностранных деривативов нерезидентами требует разрешения ЦБ, если оплата происходит в иностранной валюте. Приобретение деривативов за рубли нерезидентами возможно только со счетов типа K и N. Продажа российских деривативов за рубежом резидентами требует разрешения ЦБ.

Контроль за кредитными операциями. Предоставление резидентами коммерческих кредитов нерезидентам на срок более 90 дней требует разрешения ЦБ. Российские банки могут предоставлять финансовые кредиты сроком свыше 180 дней нерезидентам. Получение и предоставление финансовых кредитов резидентами нерезидентам на срок более 180 дней разрешено, но требует уведомления ЦБ.

Контроль за прямыми инвестициями. Инвестиции за рубеж размером свыше 10 млн. долл. требуют разрешения ЦБ. Инвестиции в Россию не ограничены, кроме инвестиций в разработку природных ресурсов, которые требуют специального разрешения, и в приобретение земли, которое запрещено. Выручка от ликвидации инвестиций должна быть зачислена на счет типа K нерезидента в уполномоченном банке и может быть превращена в иностранную валюту и переведена за рубеж без ограничений.

Контроль за сделками с недвижимостью. Все сделки с недвижимостью между резидентами и нерезидентами требуют разрешения ЦБ.

Ограничения на операции коммерческих банков. Открытие корреспондентских счетов за рубежом требует разрешения ЦБ. Уполномоченные банки могут выдавать кредиты нерезидентам и покупать российские ценные бумаги в иностранной валюте без ограничений. Банки обязаны поддерживать резервы иностранной валюты в размере не менее 10% находящихся у них депозитов в иностранной валюте и 7% депозитов в рублях. Открытая валютная позиция коммерческих банков не может превышать 20% по всем валютам и 10% – по одной индивидуальной валюте.

Ограничения на институциональных инвесторов. Приобретение институциональными инвесторами ценных бумаг в иностранной валюте требует разрешения ЦБ. Российские страховые компании должны инвестировать по крайней мерее 80% капитала в России.

Текущие механизмы контроля за движением капитала в большинстве стран описываются в ежегодной публикации МВФ «Exchange Arrangements and Exchange Restrictions» на сайте www.imf.org.

• Косвенного налогообложения межстрановых инвестиций через введение обязательных норм резервирования, по которым не выплачивается процент. Как средство увеличения издержек банков, связанных с привлечением иностранного капитала, ЦБ может вводить требование об обязательном резервировании – поддержании банками на блокированных счетах в ЦБ депозитов из их собственных средств в национальной или иностранной валюте, равных по стоимости до 100% капитала, ввозимого из-за рубежа. Тем самым ЦБ замораживает значительную часть капитала банков и, поскольку процент по блокированным депозитам не платится, увеличивает стоимость капитала для банков, что делает приток капитала из-за рубежа менее привлекательным.

• Других косвенных ограничений, накладываемых на движение капитала через банковскую систему. К их числу относятся многие меры пруденциального регулирования, которые приводят к ограничению свободного движения капитала, – регулирование размеров чистой открытой позиции в иностранной валюте, асимметричное регулирование короткой и длинной позиций в иностранной валюте, различия в регулировании позиций резидентов и нерезидентов, и требования к минимальному кредитному рейтингу кредиторов, у которых разрешено заимствовать средства в иностранной валюте.

Мотивация контроля за движением капитала

Опыт многих развитых и развивающихся стран показывает, что основных причин, по которым власти решают ввести или поддерживать ограничения на движение капитала, несколько:

• *Проблемы с платежным балансом.* Контроль за оттоком капитала обычно вводится во время финансового кризиса, чтобы предотвратить утечку краткосрочного капитала, успокоить финансовые рынки и сохранить уровень внутренних сбережений внутри страны, которые впоследствии можно было бы использовать для инвестиций. Административные ограничения на отток капитала также позволяют избежать, по крайней мере временно, давления на валютный курс в сторону его понижения, не повышать внутренние процентные ставки, продолжать финансировать дефицит бюджета через инфляционный налог. Напротив, контроль за притоком капитала, когда масштабы такого притока превращаются в проблему для платежного баланса, позволяет избежать нежелательного роста валютного курса и потери конкурентоспособности экспорта.

• *Сохранение независимости макроэкономической политики.* Чем выше международная мобильность капитала, особенно в условиях плавающего валютного курса, тем ниже эффективность внутренней денежной политики. Поэтому снижение мобильности капитала за счет введения контроля за его межстрановым переливом может быть необходимо, когда правительство считает, что нужно активно участвовать в экономическом развитии через политику регулирования процентной ставки. Если власти придерживаются политики фиксированного валютного курса, ограничения на движения капитала могут вводиться для устранения сильного давления на валютный курс в результате резких переливов краткосрочного капитала.

• *Защита незрелого внутреннего финансового рынка.* Целью введения ограничений на приток капитала нередко является стремление защитить слабые отрасли национальной экономики и ее слаборазвитую финансовую систему от иностранной конкуренции. Поскольку мобильность капитала подрывает эффективность методов прямого контроля и распределения кредита и контроля за уровнем процентных ставок, которые характерны для развивающихся стран, ограничения на движение капитала рассматриваются как возможность изолировать, хотя бы частично, внутренний фи-

нансовый рынок от иностранной конкуренции на время, пока собственные косвенные инструменты денежной политики не развиты в достаточной степени.

• *Необходимость укрепления пруденциальности финансового сектора.* Использование иностранного капитала несет с собой специфические риски, которые не существуют при использовании национального капитала, такие как риски перевода платежей, дефолта нерезидента, страновые, связанные с различиями между странами в системах учета. Поэтому контроль, приводящий к ограничению межстранового движения капитала, может использоваться как мера пруденциального контроля. Такой тип ограничения движения капитала может применяться на ограниченный промежуток времени в странах, где финансовая система подвергается глубокой реформе. Однако ограничение движения капитала как пруденциальная мера не решает проблему контроля рисков, которые испытывают отдельные финансовые институты или несут с собой отдельные финансовые операции.

• *Контроль за степенью открытости экономики в целом.* Считается, что большие страны имеют больше возможностей диверсифицировать источники инвестиций и поэтому могут не открывать свой счет движения капиталов в той степени, в какой это необходимо для малых стран. Более открытые экономики создают больше возможностей для обхода предпринимаемых мер за контролем движения капитала и более уязвимы для негативного внешнего воздействия. Поэтому меры контроля за движением капитала в открытых экономиках могут быть более жесткими, чем в более закрытых странах.

Контроль за притоком или оттоком капитала обычно вводится в странах в связи с необходимостью решения проблемы платежного баланса и макроэкономических проблем в целом. Обычно эти проблемы связаны с низким уровнем резервов по отношению к импорту, большим размером бюджетного дефицита, высоким уровнем реальных процентных ставок, ростом реального эффективного валютного курса. Необходимость контроля притока капитала может быть также связана с неразвитостью национальной банковской системы, низким уровнем ее пруденциального регулирования, существованием форвардных рынков в иностранной валюте, большим дифференциалом между национальными и международными процентными ставками.

Основные принципы, которые необходимо учитывать при введении контроля за движением капитала для достижения его максимальной эффективности в целях макроэкономической политики, заключаются в следующем. Обычно такой контроль более эффективен в периоды спокойного и размеренного экономического развития, а не в периоды кризисов и резких движений спекулятивных потоков капитала. Контроль за движением капитала наиболее эффективен, когда он составляет часть более широкого пакета мер стабилизационной макроэкономической политики, включающей меры по контролю за внутренним финансовым рынком в целом. Меры контроля за движением капитала обычно наиболее эффективны в первые месяцы после их введения; по прошествии времени эффективность снижается.

Система тотального контроля за движением всех типов капитала эффективнее системы частичного контроля за движением определенных типов капитала, которая обычно приводит к попыткам обойти ее. Это делается путем переклассификации ограниченных или запрещенных типов потоков капитала в группу разрешенных. Контроль за движением капитала не может заменить собой другие меры макроэкономической политики; он может оттянуть, но не заменить собой макроэкономическую корректировку, если она требуется по фундаментальным экономическим причинам. Дерегулирование внутреннего финансового рынка обычно делает систему контроля за движением капитала менее эффективной. Косвенные меры контроля обычно предпочти-

тельнее по сравнению с прямыми мерами, поскольку приводят к меньшим искажениям в рыночном механизме

Влияние контроля за движением капитала на денежную политику заключается в следующем. Такой контроль на коротком промежутке времени позволяет отделить установление внутренней процентной ставки от уровня процентной ставки, преобладающей в странах, являющихся основными партнерами данной страны по движению капитала. Тем самым создается возможность временно изолировать денежную политику от внешнего воздействия и использовать ее для достижения внутриэкономических целей, например через стимулирование инвестиций за счет поддержания искусственно низкой процентной ставки. При этом фискальная политика может быть направлена на исправление проблем в платежном балансе. Эффективность контроля за движением капитала возрастает, если существует крепкая система принуждения коммерческих банков к выполнению мер по контролю, накладываемых ЦБ. Введение или либерализация контроля за движением капитала может привести к изменениям в трансмиссионном механизме денежной политики.

Влияние контроля за движением капитала на валютную политику заключается в следующем. В периоды спекулятивных атак введение временных мер контроля за движением капитала помогало снять ненужную нервозность с финансовых рынков и перевести международные переливы капитала в более спокойное русло. Попытки применения контроля за движением капитала как способа поддержания валютного курса, который явно завышен и требует корректировки по чисто фундаментальным макроэкономическим показателям, крайне опасны, поскольку могут только усугубить проблему и привести к резкому и неконтролируемому падению валютного курса. Опыт показывает, что такой контроль в большинстве случаев не обеспечивал достижения целей валютной политики в долгосрочной перспективе – особенно поддержания определенного уровня валютного курса. Хотя в краткосрочной перспективе с помощью контроля удавалось избежать нежелательных резких колебаний валютного курса, возможности для маневра в денежной политике значительно выше при условии соответствия уровня валютного курса в целом фундаментальным экономическим показателям.

Либерализация контроля за движением капитала

Значительная часть развитых стран перешла от политики контроля за межгосударственным движением капитала к политике его полной или частичной либерализации. Это стало отражением того, что издержи на осуществление контроля значительно превосходили преимущества, получаемые странами на его основе. Кроме того, примерно одинаковый уровень экономического развития индустриальных стран, между которыми и осуществляется основной объем инвестиций, позволяет более эффективно использовать возможности межгосударственной координации, не подвергая индивидуальные страны чрезмерному риску. Большинство развивающихся стран продолжают использовать различные формы контроля за движением капитала. Особенно после финансовых кризисов в Азии, распространившихся от страны к стране по каналам движения капитала, многие из развивающихся стран относятся к идее либерализации капитального счета весьма скептически.

@ *Либерализация капитального счета (capital account liberalization)* – устранение прямых и косвенных ограничений на межстрановое движение частного и государственного капитала.

Либерализация капитального счета не эквивалентна увеличению мобильности капитала (*capital mobility*). Мобильность капитала может увеличиться и без фор-

мального устранения ограничений на движение капитала – просто в силу их неэффективности и постепенной эрозии. Мобильность капитала может сократиться при неизменных или даже постепенно устраняемых ограничениях на движение капитала в силу изменения макроэкономической ситуации в стране, изменений в политике валютного курса или банковском регулировании.

Преимущества либерализации капитального счета связаны с улучшением международного распределения и использования ресурсов – при свободном движении капитала сбережения могут быть инвестированы там, где они приносят наибольшую прибыль. С иностранным капиталом, особенно прямыми зарубежными инвестициями, обычно в страну приходят новые технологии. Движение капитала увеличивает эффективность национальной финансовой системы, создавая через конкуренцию побудительные мотивы к быстрейшим реформам и развитию новых финансовых технологий. Межстрановые переливы капитала, усиливающиеся в результате либерализации счета движения капитала, побуждают инвесторов лучше управлять рисками, принимать решения с учетом иностранной конкуренции. Возможность беспрепятственного заимствования за рубежом позволяет нивелировать нехватку национального капитала в моменты финансовых кризисов. Приток капитала позволяет диверсифицировать источники инвестиций и увеличить их масштабы. Наконец, ликвидация контроля за движением капитала устраняет необходимость в бюрократическом аппарате, который осуществляет этот контроль, а также сокращает коррупцию, неизбежно возникающую при существовании административных ограничений.

Либерализация счета движения капитала также связана со многими рисками. Либерализация движения капитала, особенно краткосрочного спекулятивного капитала, может увеличить риск распространения финансовых кризисов между странами. Существенные по масштабам объемы притока капитала позволяют финансировать дополнительное потребление, которое происходит в основном за счет роста импорта. Сопутствующее расширение внутреннего банковского кредита означает, что и потребители, и финансовые институты принимают на себя дополнительные риски, которые могут привести к финансовому кризису в случае резкого сокращения прилива капитала. Такое сокращение может произойти как в силу объективных обстоятельств – ухудшения экономического положения страны, так и просто в силу неполноты информации, которой располагают инвесторы.

Банковская система, особенно если механизм ее регулирования недостаточно хорошо отлажен, склонна принимать на себя дополнительные и зачастую излишние риски в периоды, когда стоимость источников капитала из-за рубежа особенно низка. Риски по либерализации счета движения капитала проистекают из всех рисков, связанных с операциями в иностранной валюте (изменений валютного курса, несовпадения коротких и длинных открытых валютных позиций, несоответствия валютной деноминации резервов валютной деноминации долга и пр.), с межгосударственными операциями (дефолтом суверенного государства, непереводимостью платежей, различиями в системе банковского надзора и регулирования и пр.), а также возможности межстранового распространения кризисов (бегством спекулятивного капитала, первоначально начавшимся из страны со слабой экономикой, а затем распространившимся и на соседние страны, что привело к развитию кризиса).

Помимо этих общих рисков либерализация движения определенных типов капитала связана со специфическими рисками. Например, открытие национального рынка ценных бумаг для иностранных инвесторов связано с риском неожиданных и крупномасштабных изменений в направлении капитальных потоков. Разрешение национальным инвесторам приобретать иностранные ценные бумаги порождает рыночные риски (измене-

ние валютного курса, процентной ставки и цены), кредитные риски и риски ликвидности. Либерализация межстрановых операций с финансовыми деривативами порождает риски в связи с возможностью изменения цены на первичные активы, что обычно приводит к значительно большему изменению цены. Либерализация финансовых и коммерческих кредитов ведет к риску дефолта иностранных заемщиков, которые находятся вне досягаемости национального законодательства: либерализация прямых инвестиций и возможностей приобретения недвижимости иностранцами увеличивает риски, связанные со спекулятивным ростом цен на рынках недвижимости и невозможностью репатриировать капитал или прибыль.

В силу значительности и непредсказуемости рисков, связанных с либерализацией счета движения капитала, необходимо соблюдать некоторые *базовые принципы либерализации движения капитала*, проверенные мировой практикой:

- Либерализацию капитального счета желательно производить в условиях стабильной макроэкономической ситуации – устойчивых темпов роста в течение последних лет, приемлемого уровня бюджетного дефицита, неинфляционной денежной политики и, самое главное, стабильного валютного курса, который отражает фундаментальные макроэкономические показатели.
- Реформа и укрепление финансового сектора, особенно укрепление системы банковского надзора и пруденциального регулирования, должны быть в целом закончены к моменту начала либерализации счета движения капитала. Особое значение имеет развитость инструментов косвенного регулирования денежной политики через операции на вторичном рынке и механизмов управления государственным долгом.
- Темп либерализации счета движения капитала должен быть соизмерим со способностью экономики абсорбировать дополнительные потоки капитала из-за рубежа. Особенно такие потоки влияют на композицию долговых портфелей нефинансовых корпораций и балансы банков, что выражается в ухудшении коэффициентов отношения долга к капиталу и росту экспозиции в иностранной валюте.
- Реформы, связанные с либерализацией движения капитала, должны принимать во внимание обязательства страны по двусторонним, региональным и многосторонним инвестиционным соглашениям, а также глубину и эффективность существующих мер контроля за движением капитала. Во многих странах в силу существования развитой системы двусторонних инвестиционных соглашений и неэффективности применяемых форм контроля с помощью либерализации движения капитала можно просто закрепить сложившееся фактическое положение, не требуя принятия сколько-нибудь существенных практических мер.
- Транспарентность важна как принцип и как применяемая практика при либерализации счета движения капитала. Правительство при принятии решений должно ясно определить свои намерения и цели реформы, тогда как частный сектор должен четко соблюдать правила финансовой и иной отчетности, следовать принятым нормам бухгалтерского учета и публиковать соответствующую информацию полно и вовремя (*пример 8.3*).

Время, которое необходимо затратить на либерализацию счета движения капитала, с точки зрения мирового опыта весьма различно. Страны, финансовая система и система пруденциального надзора которых были достаточно крепкими до начала либерализации капитального счета, провели ее в течение нескольких месяцев (Великобритания, Новая Зеландия). Другие страны (Япония и Франция) избрали политику постепенной либерализации и растянули ее на несколько лет (*пример 8.2*). Небольшие открытые страны, проводящие сбалансированную макроэкономическую политику, обычно испытывают меньшие трудности, связанные с либерализацией движения капитала, чем большие страны, особенно те, которые не готовы быстро реформировать свой финансовый сектор (*пример 8.4*).

Пример 8.3. Последовательность либерализации капитального счета

1. Анализ исходных условий для либерализации

a. Анализ существующего режима движения финансовых средств по счету, движения капитала, имеющихся ограничений и степени их эффективности.
b. Анализ проводимой макроэкономической политики, в особенности факторов, влияющих на стабильность финансового сектора и источников потенциальных шоков.
c. Анализ уровня институционального развития финансовых и нефинансовых институтов, степени их готовности к более интенсивным потокам капитала.
d. Анализ глубины и совершенства финансового рынка, адекватности степени его государственного регулирования.
e. Анализ соответствия пруденциальных, расчетных, учетных и иных стандартов, относящихся к финансовому сектору, принятым кодексам наилучшей практики.

2. Последовательность либерализации отдельных потоков капитала

a. Разрешение потоков капитала, которые имеют низкий уровень риска для стабильности:
   i. притока прямых и других долгосрочных инвестиций;
   ii. притока и оттока капитала, не связанного с образованием частного или государственного долга;
   iii. притока и оттока краткосрочного капитала, ограниченного определенным размером;
   iv. отмены законодательных ограничений на потоки капитала, которые легко обходятся на практике.
b. Разрешение потоков капитала, которые несут существенный риск для стабильности:
   i. притока и оттока прямых инвестиций во все сектора, кроме секторов, связанных с национальной безопасностью;
   ii. оттока других долгосрочных инвестиций;
   iii. притока портфельных и других краткосрочных инвестиций, не создающих долга;
   iv. получения и предоставления торговых и финансовых кредитов в иностранной валюте, не превышающих определенных размеров;
   v. сокращения ограничений на международные операции с инструментами денежного рынка.
c. Разрешение всех потоков капитала:
   i. оттока портфельных и других краткосрочных инвестиций;
   ii. получения и предоставления торговых и финансовых кредитов в иностранной валюте любых размеров;
   iii. поддержания капитального контроля только через пруденциальные нормы, такие как ограничения на максимальный уровень экспозиции банков и небанковских корпораций в иностранной валюте.

3. Оценка результатов либерализации на каждом этапе

a. Оценка существующей и возникающей уязвимости национальной экономики на каждом этапе либерализации движения капитала.
b. Оценка соответствия существующего правового режима иностранных инвестиций новым реальностям, возникшим в результате их либерализации.
c. Оценка соответствия национальной макроэкономической политики политике стран – основных партнеров, касающейся свободного движения капитала.

Пример 8.4. Из истории либерализации движения капитала

Ужесточение (У) и либерализация (Л) счета движения капитала

США
1963 г. Введение налога, уравнивающего процент (У).
1965 г. Введение добровольных направляющих принципов, ограничивающих иностранные займы и инвестиции (У).
1968 г. Превращение добровольных принципов в обязательные (У).
1974 г., январь. Отмена всех форм контроля за движением капитала, включая принципы (Л).

Великобритания
1959 г. Введение конвертируемости фунта (Л).
1961 г. Введение ограничений на инвестиции за пределами стерлинговой зоны (У).
1967 г. Смягчение ограничений на репатриацию капитала нерезидентов (Л).
1971 г., август. Введение контроля за притоком портфельных инвестиций (У); декабрь – устранение контроля за притоком портфельных инвестиций (Л).
1976 г. Введение ограничений на конвертации иностранных валют в фунты (У).
1977 г. Сокращение ограничений на займы в фунтах для финансирования инвестиций из-за рубежа (Л) и устранение ограничений на отток капитала в другие страны ЕС.

Австрия
1971 г. Введение ограничений на приток иностранного капитала, включая норму обязательного резервирования (У).
1975 г. Приостановка действия требования об обязательном резервировании по отношению к депозитам нерезидентов (Л).
1976 г. Ликвидация большинства ограничений на приток иностранных прямых и портфельных инвестиций (Л).
1981 г. Отмена требования о предварительном одобрении правительства при осуществлении иностранной инвестиции в стране (Л).
1991 г. Ликвидация всякого валютного контроля (Л).

Новая Зеландия
1968 г. Введение разрешительного порядка для зарубежных заимствований резидентов (У).
1973 г. Ужесточение ограничений на зарубежные займы новозеландскими компаниями (У).
1974 г. Разрешение финансовым институтам брать займы у офшорных компаний на нужды промышленного развития (Л).
1983 г. Введение ограничений на операции в иностранной валюте (У).
1984 г., ноябрь. Устранение всех ограничений на доступ иностранных компаний на национальный рынок капиталов (Л); разрешение финансовым институтам брать займы за рубежом (Л); декабрь – устранение всякого контроля за ввозом и вывозом иностранной валюты; упрощение правил заимствования в офшорных компаниях (Л).

Итак, практически все страны в той или иной степени ограничивают движение капитала с помощью мер капитального контроля – ограничений на межстрановое движение финансовых ресурсов, включенных в финансовый счет и счет движения капитала платежного баланса. Ограничения могут накладываться как на резидентов, так и нерезидентов; как на покупку, так и продажу активов или размещение финансовых ресурсов; могут быть прямыми, законодательно запрещающими или ограничивающими ту или иную форму межстранового движения капитала, и косвенными, ограничивающими межстрановое движение капитала путем искусст-

венного увеличения возникающих издержек. Контроль за движением капитала обычно осуществляется с целью решения: проблемы платежного баланса, защиты незрелого внутреннего финансового рынка от иностранной конкуренции, необходимости укрепления пруденциального надзора за финансовым сектором, осуществления контроля за степенью открытости экономики в целом. Контроль за движением капитала оказывает влияние на денежную и валютную политику и должен быть скоординирован с мерами макроэкономической политики в целом. Либерализация капитального счета, устранение прямых и косвенных ограничений на межстрановое движение частного и государственного капитала имеют не только преимущества (улучшение международного распределения ресурсов), но и связаны со многими рисками (распространение финансовых кризисов между странами). Поэтому последовательность либерализации должна быть четко продумана и скоординирована с другими мерами макроэкономической политики. Наиболее часто либерализация осуществляется в три этапа: либерализация притока долгосрочных инвестиций, либерализация притока краткосрочных инвестиций и оттока долгосрочных инвестиций, либерализация оттока краткосрочных инвестиций.

4. РЕЗЮМЕ

1. Международные инвестиции составляют часть счета операций с капиталом и финансового счета в платежном балансе. Они регулируются национальным законодательством, международными и многосторонними соглашениями, двусторонними инвестиционными соглашениями, а также нормами мягкого права – всевозможными необязательными стандартами и кодексами лучшей практики, применимой к инвестициям. Общепринятого определения инвестиций не существует. На практике используется либо широкое, либо узкое определение. При широком определении под инвестициями понимаются любые активы, как пересекающие границу, так и уже находящиеся в стране. При узком определении под инвестициями понимается только определенный вид инвестиций, чаще всего прямые зарубежные инвестиции, определение которых обычно требует, чтобы инвестор имел контроль над предприятием. Анализ инвестиционного режима может выполняться в следующей последовательности: описание новейших тенденций в области иностранных инвестиций; правила допуска иностранных инвестиций и создания предприятий с иностранными инвестициями; стандарты отношения к инвестициям; специальные правила отношения к прямым инвестициям; механизмы защиты и стимулирования прямых инвестиций; описание инвестиционных возможностей в ключевых отраслях.

2. Возможные режимы доступа иностранных инвестиций включают государственное право отбора инвестиций; выборочную либерализацию; предоставление национального режима на условиях взаимности; национальный режим с негативным списком исключений. Существуют три основных стандарта обращения с иностранными инвестициями – национальный режим (равенство в правовом отношении национальных и иностранных предприятий), режим наибольшего благоприятствования (страна, принимающая иностранные инвестиции, должна предоставить другой стране инвестиционный режим, не менее благоприятный, чем она предоставляет любой третьей стране) и справедливое и равное обращение (разрешение инвестиционных проблем на основе законов и правил, но с учетом принципа равенства и справедливости). Защита инвестиций – это правила и практика охраны интересов иностранных инвесторов от действий правительства принимающей страны, которые могут

нанести ущерб интересам инвестора. Механизм разрешения инвестиционных споров должен позволять урегулировать споры между инвесторами, между государствами, между инвестором и государством. Основные меры содействия инвестициям включают предоставление информации и технической помощи, прямую финансовую поддержку и фискальные льготы и страхование инвестиций.

3. Практически все страны в той или иной степени ограничивают движение капитала с помощью мер капитального контроля – ограничений на межстрановое движение финансовых ресурсов, включенных в финансовый счет и счет движения капитала платежного баланса. Ограничения могут накладываться как на резидентов, так и нерезидентов; как на покупку, так и продажу активов или размещение финансовых ресурсов; могут быть прямыми, законодательно запрещающими или ограничивающими ту или иную форму межстранового движения капитала, и косвенными, ограничивающими межстрановое движение капитала путем искусственного увеличения возникающих издержек. Контроль за движением капитала обычно осуществляется по следующим причинам: из-за наличия проблем с платежным балансом, для защиты незрелого внутреннего финансового рынка от иностранной конкуренции, с целью укрепления пруденциального надзора за финансовым сектором, для осуществления контроля за степенью открытости экономики в целом. Контроль за движением капитала оказывает влияние на денежную и валютную политику и должен быть скоординирован с мерами макроэкономической политики в целом. Либерализация капитального счета, устранение прямых и косвенных ограничений на межстрановое движение частного и государственного капитала имеют не только преимущества (улучшение международного распределения ресурсов), но и связаны со многими рисками (распространение финансовых кризисов между странами). Поэтому последовательность либерализации должна быть четко продумана и скоординирована с другими мерами макроэкономической политики. Наиболее часто применяется либерализация в три этапа: либерализация притока долгосрочных инвестиций, либерализация притока краткосрочных инвестиций и оттока долгосрочных инвестиций, либерализация оттока краткосрочных инвестиций.

5. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы для повторения

1. Какими правовыми документами обычно регулируются иностранные инвестиции? Существуют ли международные соглашения в этой области?

2. Приведите примеры документов, содержащих правила международных инвестиций, относящихся к «мягкому праву».

3. Дайте широкое и узкое определение инвестиций. Как определяются инвестиции в соответствии с наилучшей международной практикой?

4. Назовите основные элементы схемы анализа инвестиционной политики.

5. Какие общие макроэкономические стандарты отношения к иностранным инвестициям должны рассматриваться в процессе инвестиционного анализа?

6. Назовите основные формы продвижения инвестиций и бюджетного стимулирования инвестиций, которые должны составлять часть инвестиционного анализа.

7. Назовите основные четыре режима доступа инвестиций и дайте определение каждому из них.

8. Назовите три основных стандарта обращения с иностранными инвестициями и дайте определение каждому из них.

9. В чем заключается различие в применении национального режима на послеинвестиционной и доинвестиционной стадиях? Какая форма используется чаще?

10. Каковы наиболее часто встречающиеся исключения из РНБ и о чем они могут свидетельствовать с точки зрения макроэкономического анализа?

11. Что такое защита иностранных инвестиций? От каких трех типов мер государственной политики иностранные инвесторы чаще всего ожидают защиты через соответствующее национальное законодательство?

12. Какие три типа инвестиционных споров вам известны?

13. Дайте определение мерам содействия инвестициям. На каком из возможных этапов может находиться политика страны по защите иностранных инвестиций?

14. Назовите основные меры содействия инвестициям. В чем смысл прямого и косвенного содействия инвестициям?

15. Дайте определение капитальному контролю.

16. Какие вам известны ограничения международного движения капитала?

17. Какие прямые ограничения международного движения капитала вам известны?

18. Какие косвенные ограничения международного движения капитала вам известны?

19. В чем состоят основные мотивы введения контроля за движением капитала?

20. Объясните необходимость сохранения независимости макроэкономической политики как одного из мотивов, по которому могут вводиться ограничения международного движения капитала.

21. Назовите основные принципы, которые необходимо учитывать при введении контроля за движением капитала, для достижения его максимальной эффективности для целей макроэкономической политики.

22. В чем заключается влияние контроля за движением капитала на денежную и валютную политику?

23. Какие меры понимаются под либерализацией капитального счета? Означает ли либерализация капитального счета повышение мобильности капитала в целом?

24. Назовите основные преимущества либерализации счета движения капитала.

25. Перечислите наиболее серьезные риски, которые несет с собой либерализация движения капитала.

26. В чем заключаются базовые принципы либерализации движения капитала?

27. Что включается в понятие анализа исходных условий для либерализации?

28. Какова рекомендуемая последовательность либерализации отдельных потоков капитала?

29. В чем заключается оценка результатов либерализации на каждом этапе?

30. Дайте примеры мер ужесточения и либерализации счета движения капитала.

Ответы на выбор

31. В широкое определение инвестиций включаются:

a. Любые иностранные активы, уже находящиеся в стране.

b. Любые иностранные активы, пересекающие границу.

c. Иностранные финансовые активы, пересекающие границу и находящиеся в стране.

d. Любые иностранные активы, пересекающие границу и находящиеся в стране.

32. Какой из следующих способов не используется для ограничения определения инвестиций:

a. Перечисление видов инвестиций, которые исключаются из понятия «инвестиции».

b. Исключение из понятия «инвестиции» всех инвестиций, сделанных в определенные отрасли экономики.

c. Исключение из понятия «инвестиции» активов, меньше определенного стоимостного уровня.

d. Перечисление видов инвестиций, которые включаются в понятие «инвестиции».

33. Какой из следующих стандартов относится к специальным правилам отношения к прямым инвестициям и не включается в понятие общих стандартов отношения к инвестициям:

a. Национальный режим.

b. Режим валютного курса.

c. Налоговый режим.

d. Режим в области конкуренции.

34. Обязательства стран, заключающих инвестиционное соглашение, предоставлять инвестициям из страны-партнера национальный режим, это характерная черта:

a. Национального режима с негативным списком исключений.

b. Взаимного национального режима.

c. Режима выборочной либерализации.

d. Режима, предусматривающего государственное право отбора.

35. Если национальный режим распространяется только на уже действующие предприятия, это:

a. Ограниченный национальный режим.

b. Полный национальный режим.

c. Национальный режим на доинвестиционной стадии.

d. Национальный режим на послеинвестиционной стадии.

36. Разрешение инвестиционных проблем на основе законов и правил, но с учетом принципа равенства и справедливости характеризует:

a. Режим справедливого и равного обращения.

b. Национальный режим.

c. Режим наибольшего благоприятствования.

d. Любой инвестиционный режим.

37. Ограничения на прямые инвестиции, ограничения на сделки на рынке недвижимости и ограничения на личные сделки с капиталом являются разновидностями:

a. Прямых ограничений на движение капитала по субъекту инвестиций.

b. Косвенных ограничений на движение капитала по субъекту инвестиций.

c. Прямых ограничений на движение капитала по объекту инвестиций.

d. Косвенных ограничений на движение капитала по объекту инвестиций.

38. С точки зрения объекта инвестиций косвенные ограничения, препятствующие межстрановому движению капитала, не включают:

a. Прямое дифференцированное налогообложение межстрановых инвестиций.

b. Ограничения на кредитные операции между резидентами и нерезидентами.

c. Асимметричное регулирование короткой и длинной позиций в иностранной валюте.

d. Систему двойного валютного курса по операциям по текущему и капитальному счету платежного баланса.

39. Какой из общих принципов, применяемых при введении контроля за движением капитала, неверен:

a. Контроль за движением капитала более эффективен как часть других мер стабилизационной макроэкономической политики.

b. Меры контроля за движением капитала обычно наиболее эффективны в первые месяцы после их введения; эффективность снижается по прошествии времени.

c. Система частичного контроля за движением всех типов капитала обычно более эффективна, чем система тотального контроля.

d. Косвенные меры контроля обычно предпочтительнее по сравнению с прямыми мерами.

40. Какой из перечисленных принципов либерализации движения капитала сформулирован неверно:

a. Либерализацию капитального счета желательно проводить в условиях стабильной макроэкономической ситуации.

b. Укрепление пруденциального регулирования должно проводиться параллельно с либерализацией счета движения капитала.

c. Темп либерализации счета движения капитала должен быть соизмерим со способностью экономики абсорбировать дополнительные притоки капитала из-за рубежа.

d. Транспарентность важна как принцип и как применяемая практика при либерализации счета движения капитала.

41. Какой из элементов находится на неверном месте в рекомендуемой последовательности либерализации отдельных потоков капитала:

a. Разрешение притока и оттока капитала, не связанного с образованием частного или государственного долга.

b. Поддержание капитального контроля только через пруденциальные нормы.

c. Разрешение притока портфельных и других краткосрочных инвестиций, не создающих долга.

d. Сокращение ограничений на международные операции с инструментами денежного рынка.

Проблемы для обсуждения

42. В Гане для осуществления инвестиции инвестор должен совершить следующие шаги: а) зарегистрировать компанию в национальном регистре; б) открыть банковский счет, сделать межбанковский перевод или привезти наличными и депонировать на счет сумму, не меньшую 50 тыс. долл., для предприятия, полностью принадлежащего иностранному капиталу, и 10 тыс. долл. – для совместного предприятия; в) в случае если взносы в уставный капитал осуществляются машинами, оборудованием и другими товарами, документы, подтверждающие их ввоз в Гану, должны быть представлены инвестиционным властям, при этом оборудование, попадающее под льготные ставки импортного тарифа, должно быть декларировано в Центре по продвижению инвестиций, а оборудование, импортируемое по обычным ставкам, должно быть декларировано в Таможенной службе; г) зарегистрировать иностранную инвестицию в Центре по продвижению инвестиций, который должен рассмотреть заявку в течение 5 рабочих дней; д) если предусматривается ввоз иностранной рабочей силы, иностранный инвестор должен получить разрешение на квоту иммигрантов; е) иностранный инвестор должен встать на учет в службе внутренних доходов и секретариате, занимающемся сбором НДС; ж) инвестор должен зарегистрироваться и получить разрешение на избранный род деятельности в национальном Агентстве по защите окружающей среды.

a. Дайте общую оценку системы доступа иностранных инвестиций и степени ее эффективности.

b. Какие важные элементы, по которым правительство должно судить о сте-

пени желательности предполагаемой инвестиции, отсутствуют?

c. Условием регистрации в каждом из перечисленных органов является то, что регистрирующий орган «должен быть удовлетворен тем, что все документы, необходимые для регистрации, в порядке». Ваши комментарии.

d. Какие вы видите пути упрощения и повышения эффективности режима доступа иностранных инвестиций в Гану?

43. Используя файл «Глава 8. Задачи», сравните режим доступа иностранных инвестиций в добывающую промышленность отдельных стран:

a. В какой стране этот режим наиболее либеральный и в какой – наиболее жесткий?

b. Какие инструменты бюджетной политики играют основную роль в облегчении и затруднении доступа иностранного капитала в эти страны?

c. Какие из следующих мер вы могли бы порекомендовать стране с наиболее жесткой фискальной политикой в отношении иностранных инвестиций для облегчения их доступа:

i. Сокращение роялти на горнодобывающие продукты.

ii. Сокращение обязательной доли государственного капитала.

iii. Увеличение нормы амортизации.

iv. Введение НДС на капитальные товары.

v. Сокращение общего бремени налогов на иностранных инвесторов.

Фискальный режим для иностранных инвестиций

	Ботсвана	Гана	Танзания	Перу	ЮАР
Роялти	3–5	3–12	3–5	0	0
Налог на дивиденды	15	3,5	10	0	12,5
Налог на процент по займам	15	5	0	0	20
Подоходный налог	15	5	3	0	0
НДС на капитальные товары	0	0	0	0	0
Норма амортизации	35	75	100	20	12,5
Обязательная доля государственного капитала	15	10	0	0	0

Задачи

44. Отметьте меры по ужесточению (У) и либерализации (Л) движения капитала в Швейцарии:

1971 г., июль – введение 100%-ной нормы резервирования на рост депозитов нерезидентов; сентябрь – отмена выплаты процента по новым депозитам нерезидентов.

1972 г., июль – отмена права резидентов брать займы в офшорных центрах; август – отмена права нерезидентов на приобретение ценных бумаг и недвижимости в Швейцарии; сентябрь – введение отрицательных процентных ставок на маргинальные депозиты нерезидентов.

1973 г. – приостановка действия отрицательных процентных ставок на депозиты нерезидентов.

1974 г. – отмена приостановки действия отрицательных процентных ставок на депозиты нерезидентов.

1978 г. – введение ограничений на ввоз иностранных банкнот и приобретение национальных ценных бумаг иностранцами; расширение группы депозитов нерезидентов, по которым выплачивается отрицательная процентная ставка.

1979 г., январь – устранение ограничений на импорт иностранных банкнот и на приобретение национальных цен-

ных бумаг иностранцами; май – отмена требования о лицензировании займов резидентами в офшорных компаниях; декабрь – приостановка действия негативных процентных ставок по депозитам нерезидентов.

1980 г. – устранение запрета на выплату процента по сберегательным счетам нерезидентов.

1982 г. – облегчение условий продажи иностранных облигаций на внутреннем рынке.

1985 г. – ликвидация ограничений на выпуск иностранных облигаций.

45. В течение 2001 г. российское правительство ввело следующие изменения в систему контроля за движением капитала (пример 8.2): физическим лицам-резидентам было разрешено делать платежи со своих банковских счетов на сумму, не превышающую 75 тыс. долл., в течение года для приобретения ценных бумаг в иностранной валюте; ЦБ ввел процедуру нотификации физическими лицами получения и оплаты всех займов в иностранной валюте, которые были предоставлены им нерезидентами на срок более 180 дней; ЦБ расширил список валютных операций, которые не требуют получения предварительного разрешения, включая получение резидентами кредита от нерезидента на срок более 180 дней на основе кредитного соглашения с уполномоченным банком; ЦБ разрешил резидентам стран СНГ осуществлять прямые инвестиции в Россию на сумму, не превышающую 10 млн. долл., при нотификации ЦБ, но без его согласия.

a. Классифицируйте изменения в системе контроля за движением капитала по категориям объекта ограничений.

b. Какие меры привели к ужесточению контроля за движением капитала, а какие – к его либерализации?

c. Какие меры контроля за движением капитала преимущественно практиковала Россия в 2002 г. – прямые или косвенные?

d. Используя данные примера 8.2 этой задачи и последнего ежегодного издания МВФ «Exchange Arrangements and Exchange Restrictions», определите тенденцию в развитии системы контроля за движением капитала в России. Становится ли эта система более либеральной или, напротив, более жесткой? Почему?

46. В 1991 г. правительство Чили ввело невознаграждаемые резервные требования (unremunerated reserve requirement, URR) в размере 20% как средство ограничения притока иностранного капитала. Резервные требования, по конструкции, сокращали разрыв между национальными и международными реальными процентными ставками (4 процентных пункта в 1997 г.) и представляли своеобразный налог на движение капитала: 9,4% – при займах на 3 месяца, 4,7% – при займах на 6 месяцев и 2,4% – при займах на год. Учитывая, что номинальная процентная ставка по займам за рубежом составляла 5,5%, как такие резервные требования должны влиять на:

a. Соотношение финансирования в форме участия в капитале (*equity financing*) и финансирования в форме займов (*debt financing*) в общем потоке иностранного финансирования?

b. Соотношение краткосрочного (до 3 месяцев) и долгосрочного (свыше года) финансирования в общем потоке иностранного финансирования?

c. Уровень внутренней процентной ставки по 3-месячным, 6-месячным и годовым кредитам?

d. Степень независимости денежной политики в целом?

Мысли великих

Каждый практик неизбежно оказывается рабом какого-либо скончавшегося экономиста.

Джон Мейнард Кейнс (1883–1946),
английский экономист

На досуге

О тестировании теорий:

- Все модели неправильны, но некоторые полезны.
- Не особенно нужные теории легко поддаются проверке с помощью теста. Наиболее полезные – вообще не поддаются проверке.
- Ни одна из регрессий не приближается к истине.

Непереводимая игра слов

In the long run, there is another short run.

Глава 9

ВАЛЮТНЫЙ КУРС

Язык – это средство общения, а валюта – это средство обмена. Национальные и региональные валюты будут продолжать существовать еще долгое время, но общая мировая валюта могла бы стать отличным шагом в деле улучшения благосостояния и международной организации.

Роберт Манделл (род. 1932), американский экономист

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Валютное правление
Валютные ограничения
Валютный союз
Удорожание
Девальвация
Долларизация
Жестко фиксированные курсы
Множественная валютная практика
Независимое плавание
Номинальный валютный курс
Номинальный эффективный валютный курс
Обесценение
Обычная фиксация
Относительный паритет покупательной способности
Плавающие валютные курсы
Подразумеваемое положение текущего баланса
Равновесие
Равновесный валютный курс
Реальный валютный курс
Реальный эффективный валютный курс
Ревальвация
Скользящая фиксация
Управляемое плавание

1. ПОНЯТИЕ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Классификация валютных курсов

@ *Валютный курс (exchange rate)* – цена единицы иностранной валюты.

Первый шаг при анализе валютного курса заключается в определении того типа, к какому относится политика валютного курса, реально проводящаяся в рассматриваемой стране. Законы многих стран или заявления руководителей ЦБ нередко дают информацию о политике валютного курса, которого страна придерживается де-юре. Это важно с точки зрения знания политического намерения властей. Но для макроэкономического анализа необходимо определить реальную, а не декларированную политику валютного курса, т.е. ту, которую страна проводит де-факто. Для изначальной

Вставка 9.1. Классификация валютных курсов

1. *Жестко фиксированные курсы (hard pegs)* – курсы, привязанные через законодательно установленное или де-факто существующее количественное соотношение к иностранной валюте.
   a. *Долларизация (dollarization)* – валютный режим с иностранной валютой в качестве национальной денежной единицы, при котором денежные власти не имеют никакого контроля за внутренней денежной политикой. Может рассматриваться как разновидность жестко фиксированного валютного курса.
   b. *Валютный союз (currency union)* – валютный режим без независимой национальной валютной единицы, при котором страны, входящие в валютный союз, принимают общую валюту в качестве единого платежного средства.
   c. *Валютное правление (currency board)* – режим валютного курса, при котором ЦБ обязуется поддерживать объем национальной валюты в обращении равным объему резервов иностранной валюты и обменивать национальную валюту на иностранную по фиксированному курсу.

2. *Промежуточные режимы курса (intermediate regimes).*
   a. *Обычная фиксация (conventional peg)* – привязка национальной валюты к иностранной валюте по курсу, который не может изменяться. Неизменность курса обычно понимается как его плавание в очень узком коридоре, порядка ±1% от центрального паритета или как разница между максимальным и минимальным курсами, не превышающая 2%. Возможны несколько вариантов обычной фиксации:
      i. *к единой валюте (to a single currency)* – привязка национальной валюты к одной иностранной валюте по курсу, который не может изменяться;
      ii. *к валютному композиту (to a currency composite)* – привязка национальной валюты к группе валют по курсу, который не может изменяться. Группа валют состоит обычно из валют стран – основных торговых или финансовых партнеров и объединяется в композит на основе относительного веса каждого партнера в торговле товарами, услугами и/или движении капитала.
   b. *Скользящая фиксация (crawling peg)* – курс, изменяющийся периодически в зависимости от изменения определенного количественного индикатора в соответствии с заранее установленными правилами. Таким индикатором обычно служит инфляционный дифференциал за некоторый прошлый период с основными торговыми партнерами, дифференциал между целевой и прогнозируемой инфляцией в странах – основных торговых партнерах, дифференциал между официальным курсом и курсом параллельного рынка, если таковой существует. Различают два основных способа скользящей фиксации:
      i. *к будущему периоду (forward-looking)* – изменение валютного курса на объявленный заранее размер, который должен быть ниже прогнозируемого дифференциала между инфляцией внутри страны и инфляцией в странах – торговых партнерах. В этом случае курс выполняет роль номинального якоря, сдерживающего инфляцию, и ЦБ должен осуществлять постоянные интервенции на валютном рынке, чтобы обеспечить изменение курса на определенную величину;
      ii. *к прошлому периоду (backward-looking)* – поддержание реального эффективного валютного курса неизменным путем изменений в номинальном валютном курсе, отражающим инфляционный дифференциал с основными торговыми партнерами за прошлый период. В этом случае курс выполняет функцию поддержания конкурентоспособности национального экспорта на неизменном уровне.

Продолжение

c. *Мягко фиксированный валютный курс (soft pegs)*:
   i. *в рамках горизонтального интервала (within a horizontal band)* – поддержание валютного курса в пределах, не превышающих ±1% от центрального паритета, который неизменен;
   ii. *в рамках скользящего интервала (within a crawling band)* – поддержание валютного курса в пределах ±1% от центрального паритета, который изменяется периодически в зависимости от изменения определенного количественного индикатора в соответствии с заранее установленными правилами. В этом случае привязка может осуществляться к будущему периоду (*forward-looking*) или к прошлому периоду (backward-looking).

3. *Плавающие валютные курсы (floating exchange rates).*
   a. *Управляемое плавание (managed floating)* – воздействие на валютный курс без заранее установленного целевого уровня курса с целью сглаживания колебаний. Управляемое плавание может быть жестким (*tight*), которое приводит обычно к относительной стабильности курса, его колебаниям без какого-либо заранее определенного направления, и мягким (*soft*), когда ЦБ оказывает воздействие на валютный курс время от времени и он не является стабильным.
   b. *Независимое плавание (independently floating)* – определение валютного курса на основании спроса и предложения на иностранную валюту. Интервенция ЦБ в этом случае возможна, но направлена лишь на избежание слишком резких колебаний валютного курса, а не на поддержание его уровня или на управление направлением его изменения.

ориентации может использоваться следующая классификация (рис. 9.1).

Определения различных типов валютного курса содержатся во *вставке 9.1.* Отнесение реально существующего валютного режима в анализируемой стране к одному или другому типу валютного курса обычно сопряжено с серьезными трудностями. Несколько соображений необходимо принимать во внимание. Стабильность валютного курса сама по себе не может служить основанием для его классификации как фиксированного валютного курса, если нет прямых свидетельств того, что ЦБ преднамеренно поддерживает курс на определенном уровне. Состав валютного композита, к которому фиксирован валютный курс, во многих странах не разглашается. Поэтому за кажущейся стабильностью по отношению к валютному композиту могут скрываться колебания курса национальной валюты в отношении отдельных иностранных валют. Валютный курс, который формально считается фиксированным, но подвергается частым девальвациям, должен рассматриваться как управляемо плавающий. Если в стране существует несколько параллельных официальному валютных курсов, классифицируется тот курс, по которому проводится значительная часть операций. Различие в классификации между управляемым курсом и независимым плавающим должно основываться на информированном суждении о том, с какой целью ЦБ производит валютные интервенции. Если цель интервенций – сглаживание резких краткосрочных колебаний курса, это независимо плавающий курс. Если цель – создание препятствий объективно развивающейся тенденции в развитии валютного курса, это управляемый курс.

@ *Множественная валютная практика (multiple currency practice)* – режим валютного курса, при котором – официально или неофициально – национальная валюта обменивается на иностранную по двум и более разным валютным курсам.

Множественная валютная практика может возникать в следующих основных случаях:

• Когда ЦБ официально устанавливает более чем один курс национальной валюты. Чаще всего это бывает, если в стране существует требование о сдаче (*surrender requirement*) всей или части экспортной выручки в иностранной валюте через ее продажу ЦБ по менее благоприятному, чем рыночный, курсу.

• Когда параллельно с официальным валютным рынком, на котором конвертация национальной валюты осуществляется по курсу, устанавливаемому ЦБ, существует неофициальный валютный рынок, на котором национальная валюта обменивается по иному, более заниженному курсу.

• Когда разный уровень валютного курса официально устанавливается по текущим операциям и по финансовым операциям платежного баланса или когда разный уровень устанавливается по отдельным типам операций в рамках счета текущих операций и счета финансовых операций.

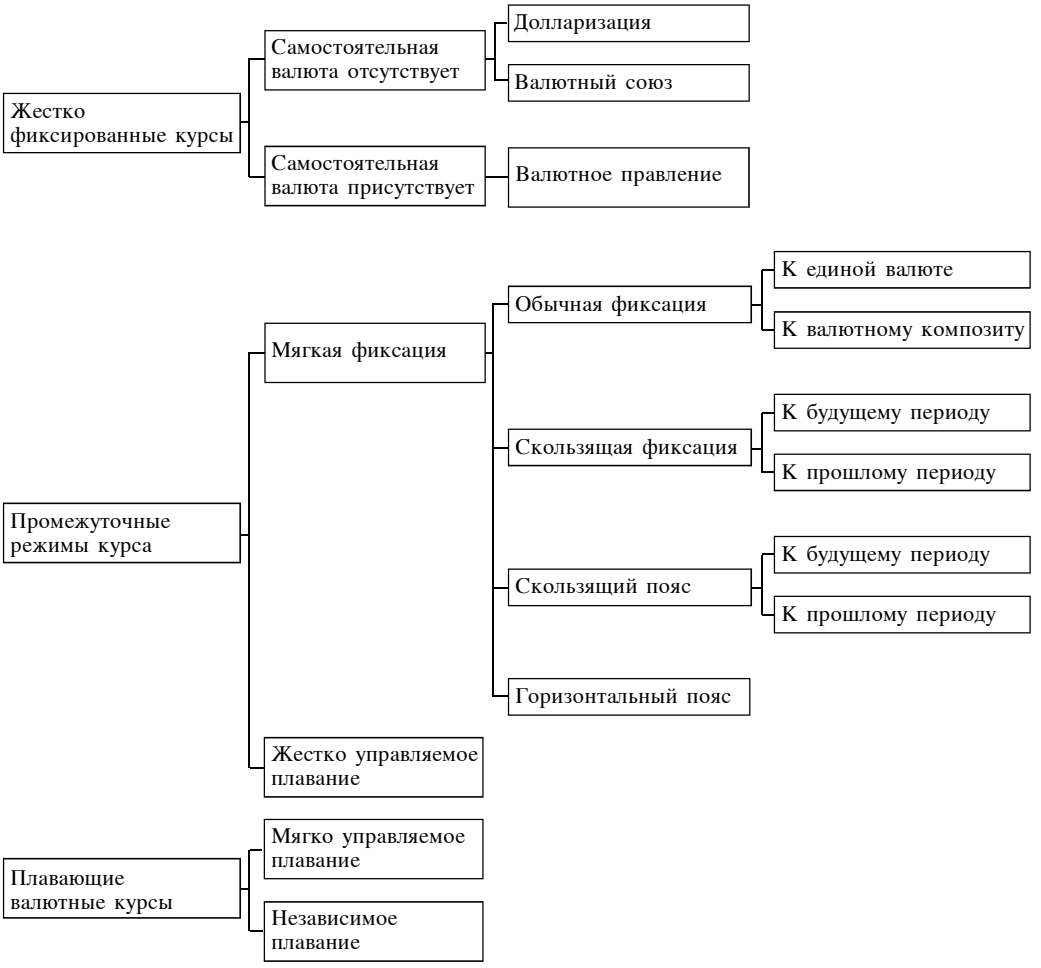


Рис. 9.1 Режимы валютного курса

• Когда разный уровень валютного курса, хотя и не установлен официально, но фактически возникает, в силу административных процедур, требуемых при конвертации, которые отличаются между различными типами текущих и финансовых операций. Например, требования о переводе национальной валюты на транзитные счета и поддержании определенного баланса на них в течение установленного срока, прежде чем выдается разрешение на конвертацию в иностранную валюту.

• Когда различный уровень курса национальной валюты используется при расчетах с разными странами.

Практически всегда множественная валютная практика считается дискриминационной, не способствует транспарентности валютного рынка, приводит к злоупотреблениям и поэтому должна быть отменена.

@ *Валютные ограничения (exchange restrictions)* – законодательные ограничения на осуществление или получение платежей в иностранной валюте.

В широком смысле любые ограничения на международные платежи могут считаться валютными ограничениями. Хотя, по статьям соглашения МВФ, только ограничения на осуществление платежей (*making payments*) в иностранной валюте и только по текущему счету платежного баланса считаются валютными ограничениями.

Множественная валютная практика также считается валютным ограничением.

Основная тенденция последних десятилетий в развитии фактически применяемых валютных курсов заключается в сокращении числа стран с промежуточными типами валютного курса и росте числа стран с фиксированными и плавающими разновидностями курсов. Считается также, что в условиях роста межгосударственного движения капитала и крайней неустойчивости этих потоков страны в своей фактически используемой политике валютного курса все более склонны придерживаться плавающих курсов. Например, в течение десятилетия 1990–2000 гг. доля стран с промежуточными режимами валютного курса сократилась практически в два раза – с 62 до 34%, тогда как доля стран с плавающими курсами увеличилась с 23 до 42% и фиксированными курсами – с 16 до 24%. Классификация стран часто меняется в зависимости от проводимой национальными властями политики. Источником информации о наиболее свежих данных о классификации валютного курса определенной страны является ежегодная публикация МВФ «Exchange Arrangement and Exchange Restrictions».

Колебания валютного курса

При плавающем валютном курсе изменение цены иностранной валюты в национальной валюте это:

• *обесценение (depreciation)* – падение рыночной стоимости национальной валюты в иностранной валюте. Например, обесценение мексиканского песо с 2,8 до 9,5 песо за 1 доллар в течение 1990–2000 гг.

• *удорожание (appreciation)* – рост рыночной стоимости национальной валюты в иностранной валюте. Например, вздорожание евро с 0,91 до 1,24 евро за 1 доллар в октябре 2002 – январе 2005 гг.

При фиксированном валютном курсе изменение цены иностранной валюты в национальной валюте это:

• *девальвация (devaluation)* – законодательное снижение стоимости национальной валюты в иностранной валюте. Например, изменение путем декрета ЦБ курса фиксации малайзийского рингита к доллару с 3,8 рингита за 1 доллар до 5 рингитов за 1 доллар.

• *ревальвация (revaluation)* – законодательное повышение стоимости национальной валюты в иностранной валюте. Например, изменение путем декрета ЦБ курса фиксации мальдивской рупии к доллару с 11,8 рупии за 1 доллар до 10 рупий за 1 доллар.

Индексы валютного курса

В аналитических целях используются несколько расчетных индексов валютного курса: номинальный валютный курс, номинальный эффективный валютный курс, реальный валютный курс и реальный эффективный валютный курс.

@ *Номинальный валютный курс (nominal exchange rate, NER_{hf})* – количество единиц национальной валюты ($\text{currency}_{\text{home}}$, C_h), за которое можно купить единицу иностранной валюты ($\text{currency}_{\text{foreign}}$, C_f).

Эволюция номинального валютного курса может показываться как соотношение (например, 30 руб. за 1 доллар США) и как индекс (2000 = 100, 2001 = 105, 2002 = 109 и т.д.)

$$NER_{hf} = \frac{C_h}{1C_f} \qquad (9.1)$$

В условиях, когда курс национальной валюты определяется на валютном рынке, в течение одного и того же периода национальная валюта может обесцениваться к одной иностранной валюте, но дорожать по отношению к другой валюте. Например, рубль может вздорожать по отношению к доллару, но обесцениться по отношению к евро. Соответственно, чтобы определить, какова тенденция валютного курса рубля, необходимо принять во внимание движение его двусторонних курсов по отношению к курсам валют основных торговых партнеров.

@ *Номинальный эффективный валютный курс (nominal effective exchange rate, $NEER_{hf}$)* – индекс, рассчитываемый как номинальные двусторонние курсы национальной валюты по отношению к валютам основных торговых партнеров, взвешенные по их доле в экспорте, импорте или внешней торговле в целом анализируемой страны.

Статистическое взвешивание движений курса по удельному весу соответствующих стран важно в торговом обороте анализируемой страны. Без взвешивания большие изменения курса к валюте страны, чей торговый оборот с анализируемой страной незначителен, не могут повлиять на рассчитываемый индекс сильнее, чем небольшое изменение курса по отношению к валюте страны, которая является главным торговым партнером.

Расчет *NEER* производится следующим образом:

- Рассчитывается индекс номинального двустороннего валютного курса (NER_{hf}) между национальной валютой и валютой каждой страны – торгового партнера, приравняв год, избранный за базовый, к 100.
- Рассчитывается относительный вес (w) каждой зарубежной страны-партнера (f) в торговле анализируемой страны как отношение суммы экспорта в эту страну (X_f) и импорта из нее (IM_f) к общему объему торгового оборота анализируемой страны

$$w_f = \frac{X_f + IM_f}{X_{total} + IM_{total}}, \qquad (9.2)$$

так что сумма весов всех стран – торговых партнеров будет равняться единице ($w_1 + w_2 + w_3 + ... + w_n = 1$); $\sum_i^n w_f = 1$.

- Перемножается индекс из формулы 9.1 ее номинального двустороннего валютного курса на относительный вес каждой страны из формулы 9.2 ($w_f \times NER_{hf}$).
- Суммируется результат по каждой стране $NEER_{hf} = \sum_{i=1}^{n} w_f \times NER_{hf}$ (см. файл «Глава 9. Решение проблемы 9.1», лист «*NEER*»).

@ *Реальный валютный курс (real exchange rate, RER_{hf})* – номинальный двусторонний валютный курс, скорректированный с учетом изменения цен в анализируемой стране и в стране – торговом партнере, представляющий отношение цены корзины товаров в одной стране

Решение проблемы 9.1. Расчет номинального эффективного валютного курса доллара США

Для расчета *NEER* необходимо иметь данные о двусторонних курсах национальной валюты к валютам стран – основных торговых партнеров. В данном примере (файл «Глава 9. Решенные проблемы», лист «NEER») национальной валютой является доллар США, основными торговыми партнерами США – страны зоны евро, Канада, Япония, Мексика, Китай, Великобритания и все другие страны, чьи двусторонние валютные курсы к доллару предполагаются неизменными для простоты иллюстрации.

Таблица A включает месячные данные о двусторонних валютных курсах доллара, рассчитанные как среднее арифметическое за месяц. Все курсы, традиционно публикуемые в прямой котировке (количество иностранной валюты за 1 долл.), пересчитаны в косвенную котировку (количество долларов за единицу иностранной валюты).

Таблица B представляет собой те же данные, пересчитанные в форму индекса. Декабрь истекшего года принят за 100% (базовый месяц). Изменение валютного курса во все остальные месяцы сопоставляется с базовым месяцем. Интерпретация полученных данных следующая: за год (с декабря по декабрь) доллар обесценился на 14,4% по отношению к евро, на 8,9% – по отношению к иене, на 10,1% – по отношению к английскому фунту, но вздорожал на 10,4% по отношению к мексиканскому песо и остался неизменным по отношению к китайскому юаню.

Таблица C содержит данные об относительном весе каждого из торговых партнеров в торговом обороте США (экспорт + импорт). По состоянию на анализируемый год, на страны зоны евро приходилось 17,4% внешней торговли США, на Канаду – 17%, на Японию – 12,1% и т.д. В сумме веса дают 100%.

Таблица D показывает расчет *NEER* доллара США. Сначала индекс за каждый месяц каждого двустороннего валютного курса из таблицы *B* умножается на его относительный вес из таблицы *C*. Тем самым учитывается относительная значимость каждого двустороннего валютного курса для США. Затем полученные взвешенные индексы суммируются горизонтально. Сумма является номинальным эффективным валютным курсом. Он показывает, что, несмотря на существенное обесценение доллара к евро, фунту и иене (на почти 10% в каждом случае), его эффективное (действительное, не путать с реальным) обесценение по отношению к валютам всех торговых партнеров составило только 3,1%.

к цене корзины тех же товаров в другой стране.

Если номинальный валютный курс выражен как количество единиц национальной валюты за единицу иностранной: 30 руб. (национальная валюта) за 1 долл. (иностранная валюта), *RER* национальной валюты вычисляется как

$$RER_{fh} = \frac{P_h}{P_f \times NER_{hf}}. \qquad (9.3)$$

Если номинальный валютный курс выражен как количество единиц иностранной валюты за единицу национальной: 0,033 долл. (иностранная валюта) за 1 руб. (национальная валюта), *RER* национальной валюты вычисляется как

$$RER_{hf} = \frac{P_h \times NER_{fh}}{P_f}. \qquad (9.4)$$

В обоих случаях рост числового значения RER будет означать рост реального курса национальной валюты.

RER может изменяться в связи с изменением каждого из компонентов формулы 9.3, число сочетаний которых равно шести. Следовательно, в основе роста *RER* могут лежать шесть причин:

• рост инфляции в анализируемой стране P_h, при том что инфляция в стране – торговом партнере P_f и NER_{hf} остаются неизменными;

• сокращение P_f, при том что P_h и NER_{hf} остаются неизменными;

• рост номинального двустороннего курса национальной валюты, т.е. числовое сокращение NER_{hf} в знаменателе, при том что P_h и P_f остаются неизменными;

• рост инфляции в анализируемой стране P_h более высокими темпами, по сравнению с инфляцией в стране – торговом партнере P_f при неизменном NER_{hf};

• рост P_h и P_f одинаковым темпом при росте (сокращении) числового значения NER_{hf} национальной валюты;

• рост P_h темпом, превышающим совокупный темп роста P_f и роста (сокращения) числового значения NER_{hf}.

Причины падения *RER* противоположны причинам его роста. Рост реального курса национальной валюты обычно показывается как увеличение значения индекса RER_{fh}, что требует использования для его роста формулы 9.3.

На практике основной причиной роста реального двустороннего курса национальной валюты обычно бывает более высокий темп инфляции в анализируемой стране, чем в стране – ее торговом партнере, а также рост номинального курса национальной валюты. В редких случаях, когда инфляция внутри страны ниже, чем в стране, к чьей валюте котируется национальная валюта, которая, тем не менее, дорожает, *RER* может как расти, так и падать – все зависит от соотношения силы разнонаправленных тенденций. Рост *RER* означает, что национальные товары становятся дороже на зарубежном рынке, а это приводит к снижению экспорта и нередко ведет к сокращению роста и занятости в экспортных отраслях, особенно в небольших открытых экономиках. Соответственно, лучшим способом восстановления конкурентоспособности национальных

Решение проблемы 9.2. Расчет реального валютного курса

Для расчета *RER* необходимо иметь данные о курсе национальной валюты к какой-либо другой валюте, чаще всего к доллару США, превращенные в индекс, а также индексы цен анализируемой страны и США. В данном примере (файл «Глава 9. Решенные проблемы», лист *«RER»*) используется среднемесячный курс рубля к доллару и индексы потребительских цен России и США. Все данные пересчитаны в форму индекса с одной базой: декабрь истекшего года = 100.

Инфляция в России за год составила 14,4%, тогда как в США – 2,4%. Номинальный валютный курс рубля к доллару за этот же период обесценился на 3,4%. Применяя формулу 9.3, рост *RER* рубля за год составил 8%, российские товары в США стали на 8% дороже. Причиной является рост внутренних цен в России темпом, превышающим совокупные темпы роста цен в США и падения номинального курса рубля.

$$RER_{R/\$} = \frac{1{,}144}{1{,}024 \times 1{,}034} = 1{,}08$$

Во Франции и Швейцарии инфляция была примерно одинаковая и составила 1,5%. При этом номинальный курс швейцарского франка повысился по отношению к евро на 6%. В результате рост *RER* франка составил 6,4%.

$$RER_{SwF/Euro} = \frac{1{,}015}{1{,}015 \times 0{,}94} = 1{,}064$$

Инфляция в Азербайджане составила 30%, при этом курс маната снизился с 3000 до 4000 за 1 доллар США. Инфляция в США составила 3,5%. Учитывая 25%-ное обесценение маната, его *RER* курс практически не изменился:

$$RER_{Manat/\$} = \frac{1{,}3}{1{,}035 \times 1{,}25} = 1{,}005$$

товаров является сокращение внутренней инфляции с помощью мер денежной политики и/или девальвирования номинального валютного курса. Для этого законодательно снижается паритет при фиксированном валютном курсе и снижается процентная ставка при плавающем валютном курсе.

Основной причиной падения реального двустороннего курса национальной валюты обычно бывает более низкий темп инфляции в анализируемой стране, чем в стране – ее торговом партнере, и/или падение номинального курса национальной валюты. Снижение *RER* означает, что национальные товары становятся дешевле на мировом рынке. При прочих равных условиях это стимулирует их экспорт, экономический рост и занятость (см. файл «Глава 9. Решение проблемы 9.2»).

@ *Реальный эффективный валютный курс (real effective exchange rate, $REER_{hf}$)* – индекс, рассчитываемый как отношение реальных двусторонних курсов национальной валюты к валютам основных торговых партнеров, взвешенный по их доле в экспорте, импорте или внешней торговле в целом анализируемой страны.

В качестве индекса цен в развитых странах используются нормализованная цена единицы труда (*normalized unit labor cost*) в промышленном секторе, дефляторы добавленной стоимости в обрабатывающей промышленности (*manufacturing value added deflators*), индекс розничных цен (*wholesale price index*), стоимость единицы экспорта (*export unit value*). Наиболее подходящим индексом является нормализованная цена единицы труда, одного из основных ресурсов, потребляемых при производстве экспортных товаров. Этот индекс отражает обычно динамику зарплат только в производственном секторе. Наименее подходящим индексом является индекс потребительских цен, поскольку он включает внутренние цены на импортные товары, потребляемые в стране, тогда как для целей расчета *REER* необходимы лишь цены товаров, произведенных в стране. Однако индекс нормализованной цены единицы труда рассчитывается только в некоторых развитых странах, тогда как практически все страны отслеживают индекс потребительских цен, который, соответственно, чаще всего и используется для расчета *REER* (см. файл «Глава 9. Решение проблемы 9.3»).

Расчет *REER*:

- Рассчитать двусторонние реальные валютные курсы для валюты каждого торгового партнера, используя формулу 9.3.
- Рассчитать относительный вес каждого торгового партнера, используя формулу 9.2.
- Перемножить индекс на относительный вес каждой страны ($w_f \times RER_{hf}$).
- Суммировать результат по каждой стране $REER_{hf} = \sum_{i=1}^{n} w_f \times RER_{hf}$.

Таким образом, реальный эффективный валютный курс рассчитывается как

$$REER_{fh} = \sum_{i=1}^{n} w_f \frac{P_h}{P_f \times NER_{hf}}. \qquad (9.5)$$

Итак, валютные курсы могут относиться к одной из трех категорий – быть жестко фиксированными, плавающими и промежуточными. Точная категоризация фактически проводимого режима валютного курса в анализируемой стране – исходный пункт анализа валютной политики. Тенденция последних лет заключается в росте количества стран с фиксированным и плавающим курсами и сокращении числа стран с промежуточными режимами курса. Рыночные колебания плавающего курса называются обесценением или удорожанием, а директивные изменения фиксированного курса – девальвацией или ревальвацией. В аналитических целях валютный курс может быть представлен в форме номинального двустороннего курса, номинального эффективного курса, реального двустороннего курса и реального эффективного курса. Реальный эффек-

Решение проблемы 9.3. Расчет реального эффективного валютного курса доллара США

Для расчета *REER* необходимо иметь данные о двусторонних курсах национальной валюты к валютам стран – основных торговых партнеров. В данном примере (файл «Глава 9. Решенные проблемы», лист *«REER»*) национальной валютой является доллар США, основными торговыми партнерами США – страны зоны евро, Канада, Япония, Мексика, Китай, Великобритания и все другие страны, чьи двусторонние валютные курсы к доллару предполагаются неизменными для простоты иллюстрации.

Таблица A идентична Таблице *B* из решенной проблемы 9.1 и представляет собой индексы номинальных двусторонних курсов доллара США к валютам стран – их основных торговых партнеров.

Таблица B содержит индексы потребительских цен США и каждого из их торговых партнеров с той же базой в декабре истекшего года, что и индекс номинального валютного курса. Индекс цен других стран для простоты принят неизменным.

Таблица C представляет собой расчет относительных индексов цен США, которые в данном случае являются анализируемой страной, к индексу цен каждого торгового партнера.

Таблица D содержит расчет индексов реальных двусторонних валютных курсов доллара США к валюте каждого торгового партнера. Индекс рассчитан путем деления относительных индексов цен в Таблице *C* на индекс номинального курса доллара в Таблице *A*.

Таблица E представляет собой результат расчета относительного веса каждого торгового партнера в совокупной торговле США и идентична Таблице *C* в решенной проблеме 9.1.

Таблица F взвешивает каждый двусторонний реальный валютный курс из таблицы *D* по весам из Таблицы *E* и суммирует полученные результаты в реальный эффективный валютный курс. *REER* показывает, что, несмотря на номинальное эффективное обесценение курса доллара на 3,1%, установленное в примере 9.1, его реальный эффективный валютный курс обесценился только на 2,1% за тот же период. Падение *REER* было связано прежде всего с падением его *NEER*, тогда как инфляция в США примерно равнялась средней инфляции в странах – торговых партнерах.

тивный валютный курс – индекс, рассчитываемый как реальный двусторонний курс национальной валюты по отношению к валютам основных торговых партнеров, взвешенных по их доле в экспорте, импорте или внешней торговле в целом анализируемой страны, – имеет наибольшую аналитическую ценность.

2. ОЦЕНКА РАВНОВЕСНОГО УРОВНЯ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Теорий определения равновесного валютного курса множество. Большинство из них невозможно применить на практике при поиске ответа на важнейший вопрос макроэкономического анализа – является ли текущий уровень валютного курса равновесным и если нет, то в каком направлении, насколько и как его изменить?

Равновесный курс

@ *Равновесие (equilibrium)* – состояние баланса между разнонаправленными ста-

тистическими или динамическими силами или действиями.

В целях макроэкономического анализа различаются:

• Внутреннее равновесие (*internal/domestic equilibrium*) – баланс инвестиций и сбережений внутри страны, при котором производство находится на уровне своих потенциальных возможностей (избыточные мощности отсутствуют) и инфляция стабильна и не ускоряется.

• Внешнее равновесие (*external equilibrium*) – равновесие платежного баланса, при котором дефицит текущего баланса устойчиво финансируется притоком капитала, не приводящим к росту внешнего долга.

@ *Равновесный валютный курс (equilibrium exchange rate)* – уровень и динамика развития валютного курса, которые обеспечивают одновременную устойчивость внутреннего и внешнего баланса.

Понятие равновесного валютного курса не требует абсолютного внутреннего и внешнего равновесия. Несбалансированность может сохраняться, но она не должна приводить к неустойчивости внутреннего и внешнего баланса.

Под равновесным курсом может пониматься любой курс, описанный выше, – номинальный двусторонний, реальный двусторонний, номинальный эффективный или реальный эффективный. Чаще всего в целях макроэкономического прогнозирования делается оценка равновесного уровня номинального двустороннего валютного курса, особенно в странах с фиксированным режимом валютного курса, как практически наиболее видимого макроэкономического показателя. Оценивается также и равновесный уровень реального эффективного валютного курса как аналитически наиболее значимого показателя. Оценка равновесного курса может основываться на паритете покупательной способности валюты, макроэкономическом балансе или эконометрической модели.

Паритет покупательной способности

Наиболее простой и легко оцениваемый подход к определению необходимости, направления и масштаба изменения валютного курса основывается на концепции паритета покупательной способности. Изменение номинального валютного курса национальной валюты должно отражать соотношение цен внутри страны и за рубежом, т.е. изменение курса между двумя валютами должно отражать изменение внутренних цен в двух странах. Выразив номинальный валютный курс с помощью формулы 9.3 и считая реальный курс неизменным, подход, основанный на паритете покупательной способности, говорит, что изменение номинального валютного курса зависит только от соотношения изменения цен в анализируемой стране и стране, к валюте которой котируется национальная валюта.

$$\Delta NER_{hf} = \frac{\Delta P_h}{\Delta P_f \times RER_{fh}^{const}}. \qquad (9.6)$$

Как видно, если при неизменном реальном валютном курсе инфляция внутри страны превышает инфляцию за рубежом, номинальный курс национальной валюты обесценивается.

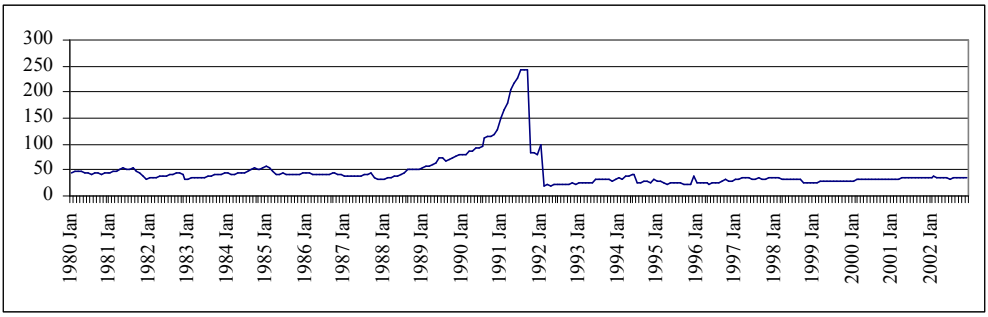
@ *Относительный паритет покупательной способности (relative purchasing power parity, PPP)* – изменение курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровня цен в этих странах.

Оценка изменения валютного курса на основе *PPP* характеризуется следующими чертами: (а) подход *PPP* применим при расчете значения валютного курса на долгосрочную перспективу, на срок более 5 лет; точность оценки возрастает с ростом временного периода; *PPP* неприменим для определения равновесного курса в краткосрочной перспективе; (б) подход *PPP* наиболее применим в странах с высокой и галопирующей инфля-

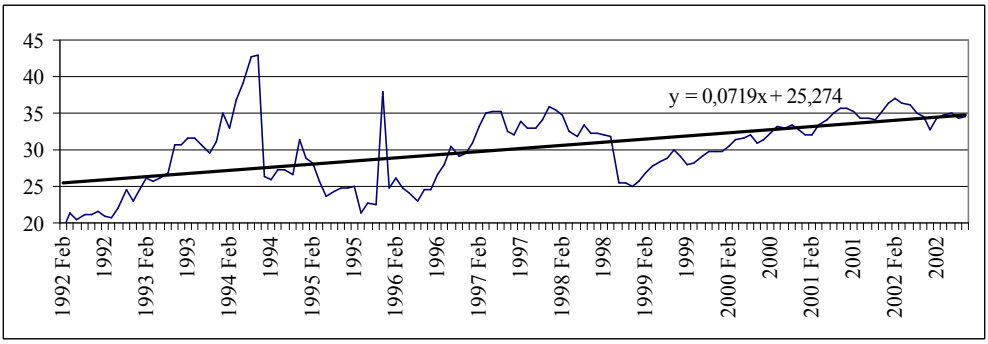
● Решение проблемы 9.4. Оценка равновесного уровня *REER*

Графики 1–3 представляют собой *REER* одной из стран в единицах национальной валюты за доллар, рассчитанный на месячной основе и показанный для разных временных промежутков (файл «Глава 9. Решенные проблемы», лист *«PPP»*).

1. 1980–2002 гг. За исключением периода с января 1989 г. по январь 1992 г., *REER* выглядит достаточно стабильным. Всплеск в этот период означает сильное превышение инфляции внутри страны над инфляцией за рубежом, в результате чего *REER* катастрофически вздорожал к лету 1991 г. В итоге власти были вынуждены дважды девальвировать валютный курс – в октябре 1991 г. и феврале 1992 г. Девальвации представляют собой структурный слом во временной серии, и данные за столь длинный промежуток времени не позволяют определить равновесный уровень *REER*.



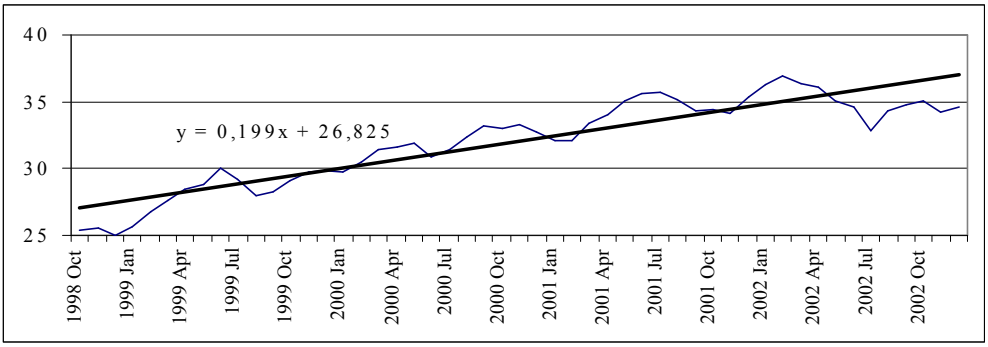
2. 1992–2002 гг. Рассмотрение сегмента серии после последней девальвации в феврале 1992 г. выявляет некоторый рост линейного тренда в течение всего периода, но весьма неясный тренд с середины 1994 г. по конец 1998 г. На самом деле продолжающаяся высокая инфляция привела к тому, что в июле 1994 г. курс был опять девальвирован. Пик в январе 1995 г. был вызван единовременным ростом номинального курса в связи сообщением об открытии запасов нефти. В целом этот временной промежуток также не позволяет судить о равновесном уровне *REER*.



3. 1998–2002 гг. Период с октября 1998 г. по декабрь 2002 г., выделенный отдельно, показывает ясный тренд к росту *REER* примерно на 37%. Рост происходит при относительно стабильном номинальном курсе национальной валюты преимущественно за счет превышения темпа роста внутренних цен (примерно на 14–16% в год) над ценами торговых партнеров. Если в данной стране конец 1998 г. можно считать от-

Продолжение

носительно спокойным с точки зрения макроэкономической обстановки (бюджетный дефицит и отрицательное сальдо текущего баланса финансировались без особого напряжения), *REER* на конец 1998 г. являлся равновесным. Размер необходимой корректировки курса либо за счет снижения инфляции, если номинальный курс плавающий, либо за счет девальвации, если он фиксирован, зависит от влияния возросшего *REER* на конкурентоспособность. Если наблюдается существенное и стабильное сокращение традиционного экспорта, девальвация номинального курса примерно на 30% может рассматриваться как необходимая.



цией и практически неприменим в странах с низкой инфляцией; (в) результаты вычислений изменения валютного курса на основе подхода *PPP* сильно зависят от избранного индекса цен, который в любом случае должен быть идентичным в обоих странах (например, нельзя использовать *CPI* для своей страны и *WPI* для страны, к чьей валюте котируется национальная валюта); (г) подход *PPP* требует вынесения суждения о том, какой уровень *NER* считать исторически равновесным и на каком уровне фиксировать *REER* для вычисления необходимого изменения валютного курса (см. файл «Глава 9. Решение проблемы 9.4»).

Расширенная форма подхода *PPP* (т.н. эффект *Balassa–Samuelson*) делит все товары и услуги на торгуемые (экспортируемые и импортируемые) и неторгуемые – те, которые не выходят за национальные границы. В соответствии с расширенной формой подхода *PPP* соотношение цен на идентичные торгуемые товары между странами остается постоянным, и, исходя из правила одной цены, должно быть одинаковым, если они выражены в одной валюте, тогда как в формуле 9.6 для определения масштабов изменения валютного курса теоретически должны использоваться только цены на неторгуемые товары. Практически это сделать трудно, поскольку относительный вес торгуемых и неторгуемых товаров в корзине товаров, по которой отслеживается динамика цен, постоянно меняется. Кроме того, экспортные и импортные торгуемые товары имеют разную, подчас противоположную, динамику цен.

Таким образом, индекс цен P_h на все товары, производимые внутри анализируемой страны, состоит из некоторой части n цен на неторгуемые товары P_h^N (*non-traded goods*) и оставшейся части $1 - n$ цен на торгуемые товары P_h^T(*traded goods*)

$$P_h = nP_h^N + (1 - n)P_h^T. \qquad (9.7)$$

Аналогичным образом за рубежом

$$P_f = mP_f^N + (1 - m)P_f^T. \qquad (9.8)$$

Соотношение цен на торгуемые товары, выраженные в национальной валюте, предполагается постоянным (C – constant):

$$\frac{P_h^T}{P_f^T \times NER_{hf}} = C. \qquad (9.9)$$

Разделив уравнения 9.7 и 9.8 на P_h^T и P_f^T соответственно и подставив результат в формулу 9.3, получаем:

$$RER_{hf} = \frac{n\left(\frac{P_h^N}{P_h^T}\right) + (1-n)}{\left[m\left(\frac{P_f^N}{P_f^T}\right) + (1-m)\right] \times NER_{hf}}. \qquad (9.10)$$

Из чего очевидно, что, полагая соотношение P_h^T и P_f^T постоянным, поскольку конкуренция на мировом рынке уравнивает цены на идентичные торгуемые товары, реальный курс национальной валюты зависит от соотношения цен на неторгуемые товары и соотношения весов торгуемых и неторгуемых товаров в анализируемой стране n и стране, к чьей валюте котируется национальная валюта m. В силу того, что в подходе *PPP* цены на торгуемые товары полагаются одинаковыми в разных странах, отношение цен на неторгуемые товары ($\frac{P_h^T}{P_h^N}$) внутри страны иногда также называют реальным валютным курсом. Если цены национальных неторгуемых товаров растут быстрее, чем неторгуемых товаров за рубежом, *REER* дорожает. Рост относительных внутренних цен на неторгуемые товары по отношению к иностранным ($\frac{P_h^N/P_h^T}{P_f^N/P_f^T}$) ведет к росту реального валютного курса.

Ограничения расширенного подхода *PPP* состоят в том, что расчет необходимого изменения валютного курса в этом случае требует статистики цен на торгуемые и неторгуемые товары, как национальные, так и за рубежом, а также статистики относительных весов торгуемых и неторгуемых товаров во внутреннем потреблении. В случаях, когда важно проанализировать сдвиги в условиях торговли, в числе торгуемых товаров бывает также небходимо выделить движение цен отдельно на экспортные и импортные товары. Изменения относительных цен и весов торгуемых и неторгуемых товаров могут отражать более глубокие фундаментальные изменения в экономике, связанные с ростом производительности или сдвигами в структуре потребления. Поскольку данных отдельно о ценах неторгуемых товаров в большинстве стран нет, в качестве приблизительного значения используются индексы цен на услуги, исключая транспорт и туризм (см. файл «Глава 9. Решение проблемы 9.5»).

Расчет изменения валютного курса, исходя из теории *PPP*, весьма прост. Если инфляция внутри страны по сравнению с годом, выбранным за базовый, составила 15%, а в стране – торговом партнере – 10%, курс национальной валюты должен упасть примерно на 5% за тот же период. Падение должно составить примерно 5% из-за возможности отклонения от *PPP*. Линеаризируя формулу 9.3 с помощью логарифма, получаем модель, которую можно оценить эконометрически:

$$r_t = p_h - p_f - e_t, \qquad (9.11)$$

где

r_t – логарифм реального валютного курса,

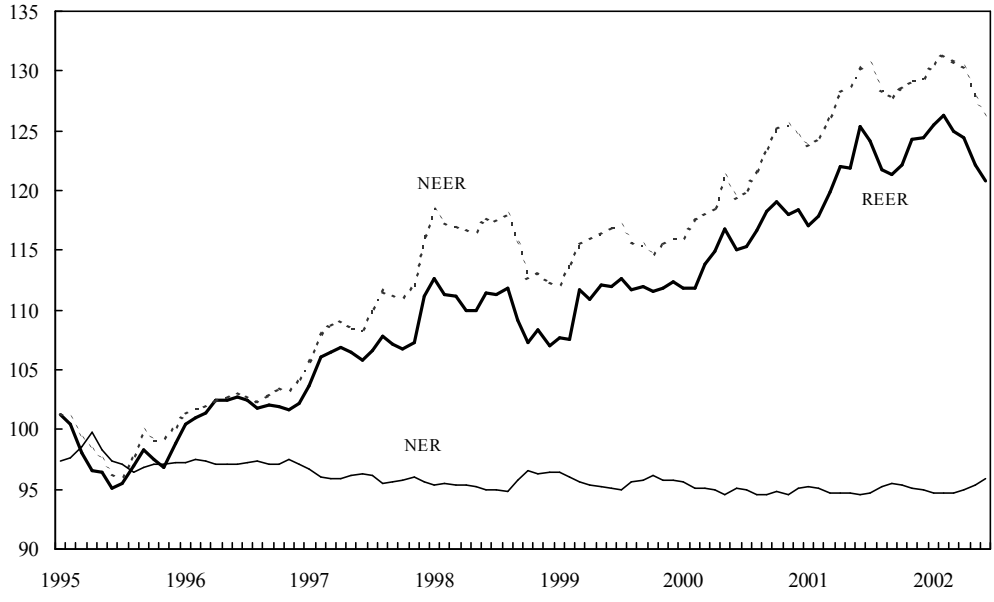
p_h и p_f – логарифмы индекса внутренних и зарубежных цен,

e_t – логарифм номинального валютного курса.

Все данные должны быть в форме индекса, приведенного к одному и тому же году. Предпочтительная последовательность конструкции логарифма реального курса заключается в превращении каждой серии в индекс, приведении всех индексов к одному базовому году, перемножении индекса зарубежных цен и индекса валютного курса, делении индекса внутренних цен на полученный индекс зарубежных цен в национальной

Решение проблемы 9.5. Интерпретация изменений индексов валютного курса

На графике показана динамика индексов (1990 г. = 100) номинального валютного курса (*NER*), номинального эффективного валютного курса (*NEER*) и реального эффективного валютного курса (*REER*) одной из стран в 1995–2002 гг. (файл «Глава 9. Решенные проблемы», лист «График»).



Из графика можно заключить, что номинальный курс оставался в целом неизменным в течение всего периода, хотя несколько обесценился, из чего следует, что страна скорее всего проводит политику фиксированного валютного курса. Однако курс фиксирован не к доллару, а к некоторой корзине валют, в которой доллар имеет преобладающий вес. Некоторые колебания номинального курса к доллару, которые показаны на графике, связаны с изменением курса одной или нескольких валют, входящих в состав корзины.

Оба *NEER* и *REER* значительно выросли в течение рассматриваемого периода. При практически постоянном *NER* рост *NEER* может быть связан только с ростом курса национальной валюты по отношению к плавающим курсам валют стран – торговых партнеров, или, что то же самое, падением курсов их валют по отношению к национальной валюте. *NEER* вздорожал примерно на 28% между 1995 и 2002 гг., тогда как *NER* обесценился на 5%. Однако *REER* вздорожал только на 15%, что может быть объяснено только за тот же промежуток времени значительно более низким уровнем инфляции в анализируемой стране по сравнению со средним в странах – торговых партнерах. Схожая форма графиков *NEER* и *REER* свидетельствует, что рост *REER* связан только с ростом *NEER*. То, что линия *REER* расположена ниже линии *NEER,* говорит, что инфляция в анализируемой стране ниже, чем за рубежом.

валюте и взятии логарифма полученного частного, которое и будет представлять собой логарифм реального валютного курса. Изначальный перевод всех данных в логарифмическую форму и последующие операции с логарифмами считаются нежелательными.

Эконометрическое тестирование гипотезы о *PPP* может основываться на нескольких подходах:

• Проверке стационарности серии r_t. Если серия стационарна (единичный корень отсутствует), теория *PPP* применима к данной стране. Для тестирования можно сначала использовать визуальную инспекцию графика r_t, а также автокорреляционную функцию (*ACF*) и частичную автокорреляционную функцию (*PACF*), что может дать ответ на вопрос, стационарна ли серия или явно похожа на случайный шаг (*random walk*). Затем расширенный тест *Dickey-Fuller*[1] позволит подтвердить или опровергнуть гипотезу о наличии единичного корня во временной серии r_t.

$$\Delta r_t = \alpha_0 + \alpha_1 r_t + \alpha_2 t + \varepsilon. \quad (9.12)$$

В случае нахождения единичного корня ($\alpha_1 = 0$), детерминированного временного тренда ($\alpha_2 \neq 0$) или множественных корней стационарность r_t может быть сразу отвергнута. Это означает, что подход *PPP* неприменим к моделированию данного реального двустороннего валютного курса. Заметим, что, скажем, для России теория *PPP* может быть неприменима к реальному курсу рубля к доллару, но применима к курсу рубля к иене. Важно также, чтобы только r_t, как линейная комбинация трех переменных, была стационарна. При этом для подтверждения возможности использования подхода *PPP*, p_h, p_f и e_t каждая в отдельности не должна быть стационарной.

• Проверке коинтегрированности цен за рубежом, переведенных в национальную валюту, и национальных цен, т.е. должна существовать линейная комбинация между сериями $p_f - e_t$ и p_h, так что в выражении

$$p_f - e_t = \beta_0 + \beta_1 p_h + \mu \quad (9.13)$$

переменная μ стационарна и коинтеграционный вектор таков, что $\beta_1 = 1$. Если μ нестационарна и $\beta_1 \neq 1$ на конвенциональном 5%-ном уровне значимости, подход *PPP* нельзя использовать для оценки равновесного уровня валютного курса. Кроме того, проверка на коинтеграцию требует, чтобы серии $p_f - e_t$ и p_h были одного уровня интеграции. Если этот уровень при тестировании на единичный корень оказывается разным, теория *PPP* должна быть немедленно отвергнута. Если уровень интеграции серий одинаков, возможно продолжить тестирование на коинтеграцию. Хотя теория абсолютного *PPP* предполагает, что $p_f - e_t = p_h$ и, следовательно, что $\beta_0 = 0$ и $\beta_1 = 1$, рекомендуется тем не менее включать β_0 в уравнение регрессии. Это отражает теорию относительного *PPP*, которая требует, чтобы внутренние и зарубежные цены изменялись в одинаковой пропорции, но не обязательно равнялись друг другу.

Макроэкономический баланс

Определение равновесного валютного курса на основе оценки макроэкономического равновесия основано на уже встречавшейся формуле ресурсного разрыва, которая говорит, что внешний текущий баланс должен быть равен разности внутренних сбережений (*saving, S*) и инвестиций (*investment, I*), которые в свою очередь делятся на государственные (*government*) сбережения и инвестиции (S_g и I_g) и частные (*private*) сбережения и инвестиции (S_p и I_p).

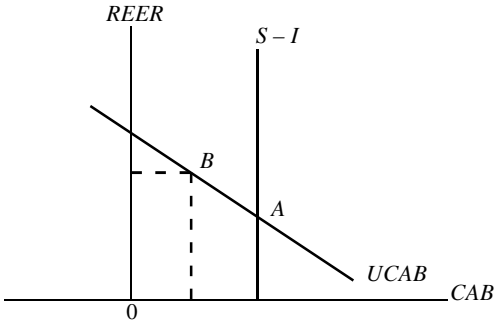
$$CAB = S - I = (S_g + S_p) - (I_g + I_p). \quad (9.14)$$

Соответственно, данный подход предполагает расчет при существующем уров-

[1] См. Эконометрика / Под ред. И.И. Елисеевой. – М.: Финансы и статистика, 2005. – С. 375–382.

не валютного курса (а) текущего баланса; (б) баланса сбережений и инвестиций; (в) необходимого изменения валютного курса для обеспечения равенства текущего баланса сбережений и инвестиций. Подход макроэкономического баланса используется наиболее активно в случае серьезных дисбалансов в развитых странах для определения необходимого масштаба девальвации или снижения курса национальной валюты.

Рисунок 9.2 показывает в системе координат текущего баланса (*CAB*) и реального эффективного валютного курса (*REER*) взаимозависимость между подразумеваемым текущим балансом (*UCAB*) и балансом инвестиций и сбережений ($S - I$). Отрицательный угол наклона *UCAB* показывает его обратную зависимость от уровня *REER*: чем выше реальный эффективный валютный курс, тем больше дефицит текущего баланса; или, что то же самое, снижение *REER* обычно улучшает состояние текущего баланса. *UCAB* – спрогнозированный уровень текущего баланса на конец пятого года от года прогноза, когда реальное производство сравнивается с потенциальным и все эффекты от прошлых изменений валютного курса уже полностью отразились на экономике. Угол наклона *UCAB* зависит от степени открытости экономики – открытые страны с высокой долей



Источник: Methodology for Current Account and Exchange Rate Assessments // IMF Occasional paper 209. – 2001. – P. 8.

Рис. 9.2. Формирование номинального валютного курса

внешней торговли в ВВП имеют более пологую прямую *UCAB* и тем самым требуют меньшего изменения валютного курса для приведения в соответствие текущего баланса и баланса инвестиций и сбережений. Вертикальное положение прямой $S - I$ означает, что баланс инвестиций и сбережений предполагается независимым от уровня валютного курса. Слева от прямой $S - I$ текущий баланс находится в дефиците, справа – в профиците. В точке *A* равенство 9.14 соблюдается, и существующий уровень номинального валютного курса адекватен. В точке *B* это равенство не соблюдается, текущий баланс в дефиците, курс завышен и должен быть девальвирован, чтобы сместить точку *B* в положение точки *A*.

• *Оценка текущего баланса*. Для развитых стран такая оценка обычно осуществляется на базе эконометрической модели, которая имеет следующие черты: все поступления по текущему счету считаются экспортом товаров, все платежи – импортом товаров; идентичные товары, произведенные в разных странах, рассматриваются как несовершенные субституты; объем экспорта (импорта) зависит от роста за рубежом (внутри страны) и от текущего и прошлого значения реального эффективного валютного курса; изменения в номинальном валютном курсе полностью отражаются на внутренних ценах, но не на ценах экспортных товаров. Для развивающихся стран текущий баланс оценивается на базе статистических данных по его отдельным статьям, где такие данные имеются, как их простое суммирование и приблизительная оценка данных по тем статьям, где надежной статистики нет. Первый подход дает более точную оценку текущему балансу, сопоставимую между странами, если модели имеют схожую структуру, но требует большого объема надежной статистики. Второй может быть не менее точным, поскольку основывается больше на экспортном суждении, чем на эконометрической оценке, но полученные данные могут быть несопоставимы между странами.

@ *Подразумеваемое положение текущего баланса (underlying current account balance, UCAB)* – уровень текущего баланса, который мог бы возникнуть при существующем уровне номинального валютного курса, при условии, что производство всех стран находится на уровне их полных возможностей (безработица и неиспользованные производственные мощности отсутствуют) и прошлые изменения валютного курса уже полностью отразились на экономике.

• *Оценка баланса инвестиций – сбережений.* По сути это тоже оценка текущего баланса анализируемой страны, но на основе оценки его зависимости для каждой страны от четырех параметров: уровня развития каждой страны, представленного в виде отношения ВВП на душу населения к ВВП на душу населения в США (Y); отношения баланса бюджета в процентах от ВВП к среднему значению этого показателя для всех промышленных стран (F); разности между действительным и потенциальным уровнем ВВП (G); постоянного коэффициента, специфического для каждой страны (α_0). Каждый параметр может входить в уравнение с несколькими лагами.

$$S - I = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-n} + \\ + \alpha_2 F_{t-n} + \alpha_3 G. \qquad (9.15)$$

Оценка уравнения 9.15 на базе панельных (*panel data*) и кросс-секторальных данных (*cross-sectoral data*) по многим странам за 1971–1999 гг. дала следующую упрощенную форму стандартного вида баланса сбережения инвестиций:

$$S - I = \alpha + 0{,}11Y + 0{,}23F, \qquad (9.16)$$

которое может использоваться для первоначальной оценки баланса инвестиций и сбережений любой страны. Уравнение 9.16 показывает, что рост на 1% ВВП на душу населения анализируемой страны по сравнению с ВВП на душу населения в США улучшает баланс инвестиций и сбережений анализируемой страны на 0,11 процентных пункта ее ВВП. Рост на 1% относительного баланса бюджета анализируемой страны в процентах от ВВП к среднему значению этого показателя для всех промышленных стран улучшает ее баланс инвестиций и сбережений на 0,23 процентных пункта от ее ВВП. Включив данные по анализируемой стране в уравнение 9.16, можно оценить специфическую для этой страны константу α и вычислить цифровое значение $S - I$.

• *Оценка необходимости изменения валютного курса.* После эконометрических расчетов, сделанных на предыдущих этапах, такая оценка основывается более на суждении, чем на вычислении, поскольку любые расчеты такого рода по определению неточны. Поэтому при вынесении суждения о необходимости и масштабах корректировки валютного курса следующие соображения принимаются во внимание: (а) расхождение расчетных значений CAB и $S - I$ необязательно означает отклонение валютного курса от равновесного состояния и, соответственно, необязательно требует его корректировки; (б) отклонение валютного курса от равновесного состояния необязательно свидетельствует о высокой вероятности его неожиданной корректировки и развития валютного кризиса; (в) расчеты в рамках подхода макроэкономического баланса должны дополняться показателями конкурентоспособности национальных товаров и расчетами тенденции валютного курса на основе PPP; (г) в более открытых экономиках изменение $REER$ приводит к более существенным изменениям в объемах экспорта, импорта и текущего баланса, чем в более закрытых; (д) превалирующий валютный курс может быть адекватен в краткосрочной перспективе, но не адекватен для решения среднесрочных и долгосрочных макроэкономических проблем; (е) равновесный уровень валютного курса будет разным в зависимости от того, в какой фазе экономического цикла находится анализируемая страна (см. «Глава 9. Решение проблемы 9.6»).

Решение проблемы 9.6. Определение размеров корректировки валютного курса

Равенство 9.14 может не соблюдаться, когда дефицит текущего баланса больше или меньше баланса инвестиций и сбережений. Если в некоторой стране текущий баланс, полученный по данным платежного баланса, $CAB = -10\%$ (в процентах от ВВП), а рассчитанный по формуле 9.16 баланс инвестиций и сбережений $S - I = -6\%$ (также в процентах от ВВП), то разность составляет $-10 - (-6) = -4\%$ ВВП, и курс национальной валюты скорее всего завышен. Когда ситуация обратная и разность положительная, курс скорее всего занижен. Если в результате возникает ситуация неустойчивости текущего баланса, подход макроэкономического баланса показывает только направление корректировки, но не ее масштаб. Оценка примерных масштабов необходимой корректировки делается на основе приведенных выше расчетов отклонения курса от его равновесного состояния на основании простой теории *PPP*. Если при расхождении *CAB* и $S - I$ на –4% ВВП отклонение курса от равновесного составило +24%, можно, при прочих равных условиях, принять суждение о необходимости девальвации курса примерно на 20%. Если при расхождении *CAB* и $S - I$ на +1% ВВП отклонение роста курса по сравнению с равновесным составило –12%, можно, при прочих равных условиях, принять суждение о необходимости ревальвации курса примерно на 10%.

В случае малой страны решение о необходимости изменения валютного курса должно приниматься с учетом его воздействия на общую экономическую ситуацию в стране, а в случае большой страны – и на экономику других стран.

Модели валютного курса

Равновесный уровень валютного курса можно оценить напрямую, минуя расчеты относительных цен или подразумеваемого сальдо платежного баланса. Такую оценку можно сделать либо на базе простой *авторегрессионной модели* со скользящей средней (ARMA, *p, q*), либо модели на базе методологии *Box-Jenkins*[1], как

$$e_t = \alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1} + \ldots + \alpha_n e_{t-n} + \varepsilon_t + \beta_1 \varepsilon_{t-1} + \ldots + \beta_m \varepsilon_{t-m}, \quad (9.17)$$

где

e_t – логарифм номинального валютного курса,

e_{t-n} – его лаговые значения,

ε_t – ошибка оценки,

ε_{t-m} – ее лаговое значение.

Модель показывает, что уровень валютного курса сегодня зависит от того, каким он был в прошлом на протяжении нескольких статически значимых временных периодов, и от ошибки оценки в прошлом на протяжении нескольких временных периодов. Разумеется, подобную *ARMA* модель можно оценивать, только используя временную серию валютных курсов, которая стационарна вокруг среднего значения. Нестационарную серию, в зависимости от уровня ее интегрированности, надо один или два раза дифференцировать, чтобы обеспечить ее стационарность, и только затем производить оценку (рис. 9.3).

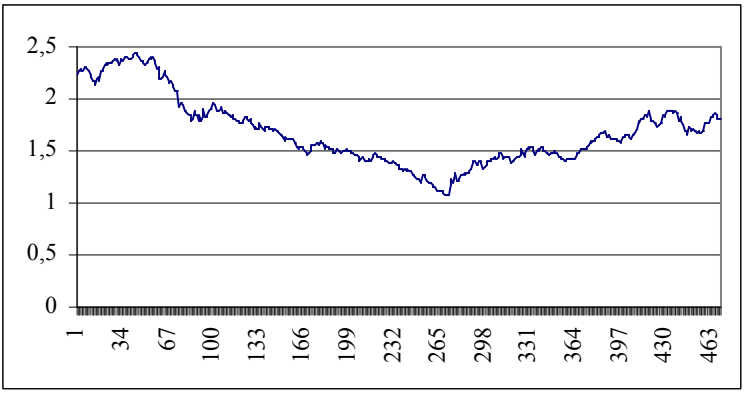
Более сложной может считаться оценка равновесного уровня *REER* на базе *многофакторной линейной эконометрической модели* типа:

$$r_t = \alpha_0 + \alpha_1 L_{t-n} + \varepsilon_t, \quad (9.18)$$

где r_t – логарифм равновесного *REER*, L – вектор переменных, которые фундаментально значимы в данной стране для определения валютного курса, каждая из которых взята с определенным статистически значимым лагом. В числе перемен-

[1] См. Луговская Л.В. Эконометрика в вопросах и ответах. – М.: Проспект, 2005. – С. 101–104.

Нестационарная серия в уровнях



Стационарная серия в первых разностях

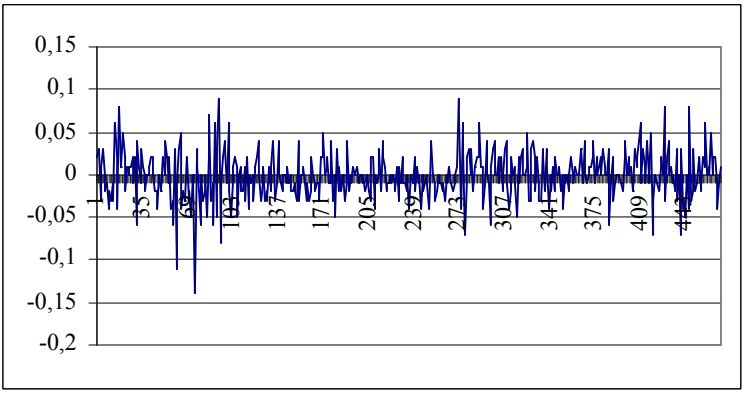


Рисунок 9.3. Номинальный двусторонний валютный курс-проблема стационарности (460 недельных наблюдений, файл «Глава 9. Решенные проблемы», лист «ARMA»)

ных, объясняющих валютный курс, обычно используются такие макроэкономические показатели, как:

• *Условия торговли* – отношение единицы стоимости экспорта к единице стоимости импорта; улучшение условий торговли улучшает текущий баланс и ведет к росту равновесного *REER*.

• *Государственное потребление неторгуемых товаров*. Рост потребления неторгуемых товаров по отношению к торгуемым улучшает текущий баланс и ведет к росту равновесного *REER*. Если данных о государственном потреблении неторгуемых товаров нет, можно использовать в качестве приближения государственное потребление в целом как процент от ВВП.

• *Относительный уровень производительности труда*, аппроксимируемый как отношение реального ВВП на душу населения в данной стране к реальному ВВП на душу в странах ОЭСР. Этот показатель можно интерпретировать как частичное отражение эффекта *Balassa-Samuelson*.

• *Контроль за потоками капитала*. Влияние на равновесный *REER* зависит

от того, ведет ли сокращение контроля к росту или сокращению чистого притока капитала. Если приток растет, равновесный *REER* увеличивается. Если данных о контроле за движением капитала нет, в качестве приближения можно использовать баланс финансового счета платежного баланса, на который влияют ограничения движения капитала. Баланс финансового счета показывается и как процент от ВВП.

• *Торговые ограничения*. Устранение ограничений на торговлю обычно ведет к росту импорта, ухудшению текущего баланса и сокращению равновесного *REER*. В качестве показателя можно использовать индекс рестриктивности торгового режима и фиктивные переменные для периодов, когда происходили существенные изменения в торговом режиме.

• *Технологический прогресс*, ведущий к росту производительности труда в экономике, в основном в отраслях, производящих экспортные товары, и росту равновесного *REER*. В качестве показателя используются данные о полной производительности факторов производства (*total factor productivity*) в тех странах, где такие данные рассчитываются.

• *Отношение инвестиций к ВВП*. Поскольку инвестиции включают существенный импортный компонент, рост этого отношения увеличивает абсорбцию в экономике за счет роста импорта, приводит к ухудшению текущего баланса и сокращению равновесного *REER*.

• *Превышение роста внутреннего кредита над темпами роста ВВП*. При плавающем валютном курсе чрезмерное расширение кредита приведет к падению процентных ставок, увеличит спрос на неторгуемые товары и тем самым приведет к росту равновесного *REER*. При фиксированном курсе снижение процента обеспечит рост чистого оттока капитала и оставит равновесный *REER* неизменным.

• *Отношение бюджетного дефицита к резервным деньгам за прошлый период*. При плавающем курсе рост бюджетного дефицита приводит к росту спроса на неторгуемые товары и росту равновесного *REER*. При фиксированном курсе расширительная фискальная политика приведет к росту процентных ставок, притоку капитала и оставит равновесные *REER* неизменными.

• *Платежи по обслуживанию долга*. Если этот показатель падает, состояние текущего баланса улучшается. И равновесный *REER* растет.

• *Эффективный уровень импортного налога*, измеряемый как отношение поступлений от таможенных и прочих импортных сборов в бюджет к общему объему импорта.

В уравнение также могут включаться инфляция, предложение денег, бюджетный дефицит, дефицит текущего баланса, внешний долг. Все переменные берутся в форме индекса, приведенного к единому базовому году, и в логарифмической форме. Первый тест на стационарность обычно выявляет ее отсутствие, и тогда каждая серия дифференцируется один раз, что обычно обеспечивает стационарность. Тестируется на статистическую значимость влияние на валютный курс и множества других переменных, некоторые из которых могут даже не носить экономического характера, – индекс политической стабильности или уровня демократического развития. Из оценки могут устраняться сезонные колебания, если спрос на экспорт или импорт в данной стране особенно им подвержен. Перед тем как прийти к окончательной форме уравнения, из оценки устраняются все статистически незначимые переменные.

Еще более развитой формой модели валютного курса может считаться его оценка как коинтеграционного вектора на базе *ошибко-корректировочной модели* по методологии *Engle–Granger*[1]. Этот подход позволяет оценить стационарную линейную комбинацию между нестационарными временными рядами валютного курса и факторами, его опре-

[1] См.: Эконометрика / Под ред. И.И. Елисеевой. – М.: Финансы и статистика, 2005. – С. 447–448.

деляющими, который условно может считаться долгосрочным равновесным значением валютного курса. Например, если валютный курс $NER \sim I(1)$, то есть является на первом уровне $I(1)$ нестационарным временным рядом, и относительные цены $\frac{P_h}{P_f} \sim I(1)$ также нестационарны, возможно записать формулу 9.6 как

$$\Delta NER_{hf} = \alpha \frac{\Delta P_h}{\Delta P_f} + \varepsilon \qquad (9.19)$$

и попытаться найти некоторую линейную комбинацию валютного курса и относительных цен, которая стационарна, то есть $\Delta NER_{hf} - \beta \frac{\Delta P_h}{\Delta P_f} \sim I(0)$. Эта комбинация, если она существует, является моделью равновесного валютного курса.

Эконометрические модели валютного курса используются для анализа валютной политики и прогнозирования, если они основаны на макроэкономической теории валютного курса, – объясняющие переменные в правой части уравнения, которые определены как статистически значимые, как минимум, не должны включать переменных, которые хотя и коррелируют с валютным курсом в левой части уравнения, но явно не имеют отношения к его объяснению (такие как уровень детской смертности). Сложная модель валютного курса по своим статистическим характеристикам должна также превосходить простую модель случайного шага.

Итак, макроэкономическое равновесие – состояние баланса между разнонаправленными статистическими или динамическими силами или действиями – может быть внутренним и внешним. Равновесный валютный курс обеспечивает одновременную устойчивость внутреннего и внешнего баланса. Практическая оценка равновесного курса делается обычно на основе паритета покупательной способности валюты, макроэкономического баланса или эконометрической модели. Подход относительного паритета покупательной способности, в соответствии с которым изменение курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровня цен в этих странах, применим при расчете значения валютного курса на долгосрочную перспективу в странах с высокой и галопирующей инфляцией. При этом результаты сильно зависят от избранного индекса цен и требуют вынесения суждения о том, какой уровень курса считать исторически равновесным. Анализ макроэкономического баланса включает три шага – расчет текущего баланса; расчет баланса сбережений и инвестиций и расчет необходимого изменения валютного курса для обеспечения равенства текущего баланса сбережений и инвестиций – и используется наиболее активно в случае серьезных дисбалансов в развитых странах с фиксированным курсом с целью определения необходимого масштаба девальвации. Эконометрические модели валютного курса включают авторегрессионные модели одной переменной, где курс определяется как функция от своего прошлого значения, многопеременные модели, которые ставят валютный курс в зависимость от динамики других макроэкономических показателей, и модели коинтеграции, которые определяют валютный курс как стационарный вектор, связывающий две нестационарные переменные.

3. ВЫБОР РЕЖИМА ВАЛЮТНОГО КУРСА

Выбор режима валютного курса критически зависит от того, какие макроэкономические цели преследует правительство и какие из них имеют приоритет на данном отрезке развития. Таких целей, которые можно эффективно решать с помощью политики валютного курса, несколько: сокращение инфляции, поддержание конкурентоспособности национальных товаров на мировом рынке, обеспечение макроэкономической стабильности, проведение независимой денежной политики, регулиро-

вание потоков капитала и избежание нежелательных политических дебатов.

Сокращение инфляции

Фиксированный курс. Страна с высокой инфляцией может добиться снижения темпов роста цен на торгуемые товары, если зафиксирует курс своей валюты к валюте страны с низким уровнем инфляции. В этом случае фиксированный валютный курс выполняет функцию номинального якоря валютного курса (*nominal exchange rate anchor*), поскольку правительство обязано проводить такую экономическую и прежде всего фискальную политику, чтобы инфляция внутри страны примерно равнялась инфляции в странах – торговых партнерах. У властей нет другого выбора, поскольку в его распоряжении по сути нет инструментов денежной политики. Тем самым фиксированный валютный курс способствует поддержанию денежной дисциплины. Если курс фиксирован, ЦБ обязан защищать его путем продажи резервов иностранной валюты из своих резервов. При расширительной кредитной политике, ведущей к тому, что страна потребляет больше, чем производит, состояние текущего баланса обычно ухудшается из-за быстрорастущего импорта, что вынуждает правительство искать дополнительные источники его финансирования – опять-таки из резервов ЦБ. В какой-то момент этих резервов окажется недостаточно для одновременного поддержания валютного курса и финансирования дефицита текущего баланса.

Плавающий курс. Плавающий валютный курс также может использоваться для сокращения инфляции. В данном случае у властей есть выбор – проводить либо политику роста денежной массы темпами, превышающими темпы роста ВВП, что ведет к инфляции и обесценению валютного курса, либо осуществлять сдержанную денежную политику, подавляющую инфляцию и стабилизирующую валютный курс. Главным условием достижения целей сокращения инфляции при плавающем курсе является точный прогноз спроса на деньги. С его помощью власти должны обеспечить, чтобы предложение денег ЦБ не превышало спрос на них или даже, напротив, несколько отставало от спроса для сокращения инфляции.

Конкурентоспособность

Фиксированный курс. Конкурентоспособность национальных товаров на мировом рынке зависит от динамики реального эффективного валютного курса. Если номинальный курс фиксирован, в результате превышения внутренней инфляции над инфляцией стран – торговых партнеров может произойти вздорожание *REER*, что приведет к падению конкурентоспособности национальных товаров за рубежом. Фиксированный номинальный курс обычно препятствует корректировке *REER*, которая требуется в связи с изменяющимися условиями торговли или относительной производительности труда. Теоретически корректировка *REER*, которая позволила бы избежать потери конкурентоспособности из-за его вздорожания, на фоне фиксированного номинального курса возможна только в случае полной гибкости всех цен как внутри страны, так и за рубежом. Ситуации, при которой цены немедленно отражали бы изменяющиеся условия производства, не существует нигде, и поэтому фиксированный режим валютного курса менее подходит для стран, перед которыми стоит проблема поддержания конкурентоспособности своей продукции за рубежом.

Плавающий курс. Если перед национальными властями стоит реальная проблема конкурентоспособности национальных товаров на мировом рынке, введение плавающего режима валютного курса может способствовать абсорбции негативных внешних шоков и сохранению конкурентоспособности. Например, в случае ухудшения условий торговли

страны из-за падения экспортных цен или роста импортных цен курс национальной валюты может обесцениться параллельно на величину ухудшения условий торговли, сохранив тем самым неизменными цену в иностранной валюте национальных товаров на мировом рынке и, следовательно, их конкурентоспособность.

Макроэкономическая стабильность

Фиксированный курс. Небольшие страны с открытой экономикой, рост в которых в значительной степени зависит от экспорта, обычно предпочитают фиксированный режим валютного курса, который сам по себе обеспечивает стабильность экспортных и импортных цен, что делает более предсказуемым развитие внешней торговли. Политику фиксированного курса относительно легко осуществлять. Такой курс очень понятен участникам рынка и является ясной целью для людей, управляющих макроэкономической политикой. Фиксированный курс также обычно предпочтительнее для групп стран, близких по уровню экономического развития и связанных между собой историческими торговыми связями. В отдельных случаях такие страны даже выбирают переход к единой валюте. Возможность поддержания фиксированного курса в таком случае обычно зависит от степени гибкости внутренних цен, поскольку идеально закон одной цены должен функционировать – один и тот же товар должен иметь одинаковую цену в разных странах при условии высокой мобильности факторов производства.

Плавающий курс. Крупные страны с развитой и диверсифицированной экономикой чаще всего обеспечивают стабильность экспортных и импортных цен не путем фиксации валютного курса, а через поддержание стабильности плавающего валютного курса с использованием инструментов макроэкономической политики. Закон единой цены тем самым продолжает действовать, но не через немедленное нивелирование цен на одинаковые продукты в разных странах, а через изменение валютного курса. С точки зрения воздействия на экономическую стабильность воздействие плавающего курса возможно также учесть и спрогнозировать, если эти изменения поддаются прогнозу и управляемы с помощью имеющихся в наличии инструментов. В случае внешних ценовых шоков плавающий курс выполняет роль автоматического стабилизатора, изменяя относительные цены на торгуемые и неторгуемые товары и способствуя выправлению текущего баланса. Более того, при плавающем курсе спекулятивная атака на национальную валюту менее вероятна, поскольку участники валютного рынка знают, что правительство не будет искусственно защищать курс, который просто упадет под влиянием соотношения спроса и предложения.

Независимость денежной политики

Фиксированный курс. Независимая денежная политика отсутствует, поскольку ЦБ вынужден манипулировать своими резервами для поддержания фиксированного валютного курса. Если спрос на иностранную валюту превышает ее предложение на внутреннем валютном рынке, ЦБ вынужден продавать иностранную валюту из своих резервов и приобретать национальную валюту, сокращая тем самым предложение резервных денег. При необходимости срочной оплаты импорта критически важных товаров ЦБ может быть вынужден использовать валюту из резервов. Это сократит возможности ЦБ кредитовать коммерческие банки для финансирования проектов общегосударственного значения, что приведет к сокращению экономического роста. В обратной ситуации, когда предложение иностранной валюты превышает спрос на нее, ЦБ вынужден приобретать иностранную валюту, выпуская в обращение дополнительные количества национальной валюты и расширяя тем самым предложение денег. В краткосрочной перс-

пективе, чтобы избежать инфляции, такое расширение может быть временно ограничено путем стерилизационных операций через продажу ценных бумаг. Но в средне- и долгосрочной перспективе, если ЦБ вынужден будет продолжать покупать иностранную валюту, денежная политика становится расширительной и инфляционной. Тем самым при фиксированном курсе национальная денежная политика практически отсутствует как средство стимулирования экономического роста и поддержания стабильности цен.

Плавающий курс. В странах, где денежная политика считается важным инструментом стимулирования роста, предпочтительнее выбор плавающего режима валютного курса. При таком режиме ЦБ имеет полную свободу маневра, поскольку он не несет ответственности за поддержание валютного курса неизменным. Правительство сохраняет за собой эмиссионный доход, ЦБ – функцию кредитора в последней инстанции и, следовательно, возможность помощи в чрезвычайных обстоятельствах национальным банкам. Однако свобода манипулирования предложением резервных денег имеет смысл только для достижения целей неинфляционного роста. Поэтому введение плавающего режима валютного курса в целях обеспечения независимости денежной политики предпочтительно в странах, которые обладают развитым инструментарием регулирования предложения денег косвенными методами, имеют традицию и четко сформулированную цель поддержания стабильности цен, придерживаются принципа реальной независимости ЦБ и в любом случае не финансируют дефицит государственного бюджета за счет кредитов ЦБ.

Регулирование потоков капитала

Фиксированный курс. В странах, которые не накладывают существенных ограничений на международное движение капитала, прилив иностранного капитала может привести к сильному давлению на номинальный курс, фиксированность которого ЦБ вынужден защищать, и к существенному вздорожанию *REER* в результате изменения относительных цен и последующей потере конкурентоспособности. Рост *REER* при фиксированном номинальном курсе происходит в результате того, что ЦБ вынужден скупать излишнюю иностранную валюту для обеспечения поддержания номинального курса неизменным, увеличивая тем самым предложение денег. Это в свою очередь ведет к росту внутренней инфляции. Если в результате темп роста внутренней инфляции окажется выше темпа инфляции за рубежом, *REER* национальной валюты также вырастет и конкурентоспособность упадет. В результате влияние притока капитала на *REER* происходит с определенным лагом путем трансмиссии через систему цен. Использование фиксированного режима валютного курса в странах со свободным движением капитала крайне рискованно и возможно только при проведении стабильной макроэкономической политики, жестком пруденциальном надзоре над банками, крепкой банковской системе, которая гарантирует от непредвиденного изменения настроения инвесторов и крупномасштабных сдвигов в направлении движения капитала.

Плавающий курс. Плавающий курс временно гасит воздействие переливов краткосрочного капитала на экономику, но не может быть использован для их регулирования. Приток капитала при плавающем валютном курсе также ведет к росту *REER* и сокращению конкурентоспособности. Это происходит в результате роста входящего в состав *REER* номинального курса национальной валюты, при том что второй его компонент – относительные цены остаются в целом неизменными. Отток капитала, напротив, приводит к падению номинального курса и *REER* и росту конкурентоспособности. Использование страной плавающего режима валютного курса при высокой изменчивости масштабов и направлений движения капитала позволяет

властям использовать все меры денежной политики для нейтрализации их последствий.

Политические соображения

Фиксированный курс. Власти, обязавшиеся поддерживать фиксированный валютный курс, подвергают себя политическому риску: ведь всякое изменение валютного курса должно быть произведено законодательно и неизбежно становится предметом широкого обсуждения. Поскольку изменение фиксированного курса в подавляющем большинстве случаев означает его девальвацию, власти практически всегда оказываются под огнем критики со стороны потребителей. Они считают девальвацию – и не без основания – фактором существенного роста общего уровня внутренних цен в основном в результате роста цен на импортные товары. Для импортеров девальвация национальной валюты означает значительное сокращение или потерю прибыльности импорта. Иностранные инвесторы, которые осуществляли вложения в национальной валюте и заинтересованы лишь в долларовой прибыли от инвестиций, также потеряют, поскольку долларовая прибыль сокращается на величину девальвации. Девальвации нередко приводили к падению правительств.

Плавающий курс. С политической точки зрения такой режим более безопасен, ибо всякие изменения валютного курса происходят в результате колебания спроса и предложения на валютном рынке. Население и предприятия в странах с традиционно плавающим валютным курсом привычны к его периодическим изменениям и включают оценку риска таких изменений в расчеты прибыльности от своих инвестиций. В этом случае власти могут быть обвинены только в недостаточных усилиях по поддержанию стабильности валютного курса и сглаживанию его слишком резких колебаний, но никак не в невыполнении законодательных требований или предвыборных обещаний по поддержанию неизменного валютного курса.

Как отмечалось, между двумя крайними видами режима валютного курса – плавающим и фиксированным – лежит большое множество промежуточных видов курса (вставка 9.1). Решение властей придерживаться промежуточного типа курса основывается обычно на его оценке соотношения двух приоритетов в экономике – обеспечения предсказуемости уровня валютного курса и международной конкурентоспособности национальных товаров. Чем ближе режим валютного курса к фиксированному, тем предсказуемее курс. Чем ближе режим валютного курса к плавающему, тем меньше риск потери конкурентоспособности. Дилемма выбора возникает обычно в относительно небольших странах, в которых национальная инфляция существенно выше инфляции в странах – торговых партнерах. Такие страны обычно не хотят полностью отказаться от макроэкономической дисциплины, которой требует поддержание фиксированного курса, но и не могут позволить себе потерю конкурентоспособности. Решением в этом случае является введение режима управляемого валютного курса.

Итак, выбор режима валютного курса зависит от приоритетов экономической политики, которые обычно включают сокращение инфляции, поддержание конкурентоспособности национальных товаров на мировом рынке, обеспечение макроэкономической стабильности, проведение независимой денежной политики, регулирование потоков капитала или избежание нежелательных политических последствий. Фиксированный валютный курс наиболее эффективен в небольших странах, сильно зависящих от внешней торговли. Он также может эффективно использоваться в странах, целью которых являются сдерживание инфляции и скорейшее достижение и поддержание макроэкономической стабильности, и в странах с существенными ограничениями международного движения капитала, не

нуждающихся в активной денежной политике как средстве экономического роста, имеющих достаточные валютные резервы и устойчивый политический режим. Плавающий режим валютного курса наиболее эффективен в крупных странах, стремящихся обеспечить независимость денежной политики и использующих ее как инструмент развития. Он также обычно используется в странах, сталкивающихся с проблемами конкурентоспособности национальной продукции на мировом рынке, а также в странах со свободным режимом международного движения капитала и сложной политической структурой.

4. ДЕВАЛЬВАЦИЯ

@ *Девальвация (devaluation)* – снижение стоимости национальной валюты относительно иностранной.

Это наиболее распространенный способ корректировки валютного курса, который используется странами с фиксированным режимом валютного курса. Наиболее типичные цели девальвации заключаются в улучшении конкурентоспособности национальных товаров на мировом рынке и сокращении спекулятивного притока капитала. В результате девальвации экспортеры остаются обычно в выигрыше, поскольку возможности сбыта их продукции на мировом рынке расширяются. Страдают обычно потребители, ибо импортные товары на местном рынке становятся дороже, а за ними подтягивается и общий уровень цен.

Обратная девальвации процедура – ревальвация (повышение стоимости национальной валюты относительно иностранной валюты) используется более редко. Целями ревальвации являются подавление инфляции и сокращение спекулятивного притока капитала. В результате ревальвации экспорт обычно сокращается, потому что экспортная выручка экспортеров в национальной валюте падает, но импортные товары оказываются дешевле в национальной валюте на внутреннем рынке, от чего выигрывают потребители.

Признаки завышенного валютного курса

Девальвация требуется в случае, если *REER* национальной валюты переоценен по сравнению с равновесным. Поскольку уровень равновесного *REER* неизвестен, о необходимости девальвации могут свидетельствовать только косвенные признаки. В их числе:

- Устойчивый и продолжительный дефицит текущего баланса. Завышенный *REER* приводит к тому, что товары внутри страны становятся относительно дороже по отношению к товарам стран – торговых партнеров. Это выражается в росте импорта и падении экспорта, в результате чего растет дефицит торгового, и чаще всего текущего, баланса.
- Устойчивое и продолжительное сокращение валютных резервов ЦБ. В условиях отсутствия стабильного притока капитала из-за рубежа ЦБ вынужден обеспечивать финансирование дефицита текущего баланса за счет своих валютных резервов.
- Устойчивый и продолжительный рост внешнего долга. Если страна имеет доступ на мировые рынки капитала, на протяжении некоторого периода она может финансировать дефицит текущего баланса за счет внешних займов.
- Устойчивый и продолжительный рост *REER* на протяжении последнего времени без видимого изменения других макроэкономических показателей.
- Устойчивый и продолжительный чистый отток капитала. При завышенном курсе национальной валюты становится выгодным приобретать иностранную валюту и инвестировать ее за рубежом.
- Общее депрессивное состояние экономики – низкий рост или его отсутствие, высокая безработица и инфляция.

Воздействие девальвации на экономику

Девальвация может быть номинальной и реальной. Номинальная девальвация – результат повышения органами денежного управления содержания национальной валюты в единице иностранной валюты при фиксированном режиме курса. Однако такое повышение приводит к росту внутренних цен на экспортные и импортные товары и, следовательно, оказывает влияние на *REER*, который в конечном итоге является показателем конкурентоспособности. Поэтому эффективность девальвации как инструмента макроэкономической политики страны с фиксированным валютным курсом критически зависит от степени воздействия номинальной девальвации на снижение *REER*, то есть от реальной девальвации.

Механизм воздействия номинальной девальвации на экономику – при идеальном сценарии развития событий – состоит из нескольких этапов:

- Цены на импортные товары в национальной валюте увеличиваются, и импорт сокращается. Законодательное повышение содержания национальной валюты в единице иностранной валюты немедленно приводит к росту внутренних цен на импортные товары. Импортеры, приобретающие иностранные товары по той же мировой цене, вынуждены тратить больше национальной валюты на покупку единицы иностранной валюты. Импорт становится менее выгодным.
- Прибыльность экспорта повышается. Экспортеры, вывозя свои товары за рубеж по той же, что и прежде, мировой цене, при конвертации выручки в местную валюту получают большую прибыль. Экспорт становится более выгодным для национальных экспортеров.
- Состояние текущего счета платежного баланса улучшается. Это происходит в результате роста экспорта и сокращения импорта. Возникает эффект переключения расходов потребителей с импортных на национальные товары, в том числе и те, которые идут на экспорт.
- Баланс финансового счета платежного баланса также улучшается. Поскольку иностранные инвесторы за единицу иностранной валюты могут в результате девальвации приобрести большее количество национальной валюты, инвестиции в местные активы, цена которых в национальной валюте осталась пока неизменной, становятся более привлекательными. Напротив, для экспорта капитала условия в результате девальвации ухудшаются – для приобретения единицы активов, выраженных в иностранной валюте, местным инвесторам теперь требуется больше национальной валюты. В результате отток капитала сокращается.
- Потребность во внешнем финансировании сокращается. Уровень внешнего долга стабилизируется и, в случае обеспечения положительного сальдо текущего баланса, страна может перейти к его постепенной выплате. Валютные резервы ЦБ также стабилизируются и, в случае притока капитала, начинают увеличиваться.
- Растет производство и, следовательно, занятость. В результате девальвации стимулируется прежде всего экспортное производство и увеличивается занятость в экспортных отраслях. Учитывая, что для большинства стран с фиксированным валютным курсом экспортный спрос – важнейшая движущая сила экономики в целом, стимулирование с помощью девальвации экспорта приводит к росту и неэкспортирующих отраслей.

У такого идеального сценария воздействия девальвации на экономику имеется ряд существенных ограничений.

Во-первых, девальвация приводит к общему росту цен (т.н. *pass-through effect* – эффект пропуска) и стимулирует инфляцию. Цены на импортные товары растут просто в силу роста содержания национальной валюты в иностранной валюте, за которую они приобретаются. Экспортеры, имеющие бóльшую прибыль, предъявляют больший спрос на экспортные товары, что ведет к росту цен на экспортируемые национальные

товары на внутреннем рынке. Рост цен на торгуемые товары неизбежно приводит к соответствующему росту цен на неторгуемые товары, поскольку местная сфера услуг, которая приобретает подорожавший импорт, неизбежно должна начать повышать цены на услуги, чтобы оплачивать такой импорт. Рост цен на товары неизбежно ведет к росту зарплат, особенно в тех странах, где они по закону индексируются к темпу инфляции.

Во-вторых, номинальная девальвация приводит к улучшению текущего баланса при соблюдении двух условий:

Если номинальная девальвация ведет к девальвации реального эффективного валютного курса, реальной девальвации. Из формулы 9.3 видно, что, если номинальный валютный курс девальвирован на 30% (*NER* в знаменателе увеличился на 30%), но и уровень цен внутри страны вырос на такую же величину (P_h в числителе увеличился на 30%), реальный эффективный валютный курс (*REER*) не изменится. Следовательно, девальвация не улучшит текущий баланс. На практике считается успехом, если при номинальной девальвации на 30% удается обеспечить реальную девальвацию на 10%. В любом случае номинальная девальвация оказывает немедленный эффект, который постепенно исчезает по мере роста внутренних цен. И в любом случае этот эффект – улучшение текущего баланса – будет значительно меньше размера самой девальвации.

• Спрос на экспорт и импорт должен быть достаточно эластичен по цене. В странах, где основная масса импорта состоит из продуктов первой необходимости, продовольствия и запчастей к используемому импортному оборудованию, импорт в целом обычно имеет низкую эластичность по цене. Поэтому даже резкое его вздорожание, скажем, на 30% в результате девальвации, приведет к сокращению стоимости импорта только на 10%. Население будет продолжать покупать продукты питания, а предприятия – запчасти по любой цене, ведь у них нет выхода. Поставка товаров на экспорт может также оказаться недостаточно эластичной по цене и не среагировать на возросшую в результате девальвации прибыльность экспорта. Во многих развивающихся странах это происходит просто потому, что у страны не имеется достаточных производственных возможностей (*supply-side constraints*) для покрытия возросшего экспортного спроса. В результате низкой ценовой эластичности импорт может сократиться, а экспорт – возрасти в меньшей степени по сравнению с масштабами девальвации или даже не изменится вообще.

В-третьих, девальвация оказывает воздействие на экономику с временным лагом, обычно не менее 3–6 месяцев. В результате изменения относительных цен экспортных и импортных товаров, общего роста внутренних цен потребители должны перестроить модель своих расходов, на что требуется время. Экспортеры и импортеры должны перезаключить контракты, скорректировав количества и цены соответственно.

В-четвертых, осуществление девальвации требует от правительства готовности проводить жесткую рестриктивную денежную политику, особенно в первые месяцы после девальвации, что может оказать сдерживающее воздействие на производство. Ограничение предложения денег является в условиях девальвации единственным реальным средством сдерживания неминуемой инфляции. Но ограничение роста денежной массы возможно только за счет либо сокращения кредита ЦБ коммерческим банкам, которые в свою очередь будут вынуждены сократить кредитование промышленности, либо за счет операций на открытом рынке по ограничению ликвидности. Финансирование за счет кредитов ЦБ дефицита государственного бюджета должно быть полностью исключено.

В-пятых, девальвация может вместо стимулирования производства углубить его депрессию в результате ее отрицательного воздействия на реальные доходы потребителей и уровень благосо-

стояния в целом. Рост цен приводит, особенно в краткосрочной перспективе, к резкому падению уровня реальных доходов (зарплат) потребителей, которые оказываются не в состоянии приобретать столько товаров и услуг, сколько они приобретали до девальвации. Это сокращает спрос и, следовательно, производство. Более того, девальвация сокращает реальное благосостояние населения, поскольку сбережения, хранящиеся в основной своей массе в национальной валюте, обесцениваются. Их покупательная способность на фоне возросших цен сокращается, что ведет к падению потребления и производства.

Ползущая фиксация, при которой валютный курс девальвируется на определенный уровень в соответствии с заранее установленными и всем известными правилами, может быть наиболее подходящим решением проблемы выбора между контролем над инфляцией и поддержанием конкурентоспособности в результате девальвации. Наиболее важный компонент ползущей фиксации – точный выбор временного промежутка, через который будет изменяться валютный курс, и размер такого изменения (*rate of crawl*). Временной промежуток обычно привязывается к уровню изменения разности в уровнях инфляции внутри страны и за рубежом (инфляционного дифференциала, *inflation differential*). Точность, с которой возможно вычислить инфляционный дифференциал в прошлом или спрогнозировать его на будущее, критически важна для обеспечения поддержания *REER* и, следовательно, конкурентоспособности, неизменными. При ползущей фиксации возможны три варианта девальвации номинального валютного курса:

- Пассивное скольжение (*passive crawl*) – девальвация шагами, в точности равными изменению инфляционного дифференциала. В результате *REER* и конкурентоспособность остаются неизменными.
- Активное скольжение по нисходящей (*active downward crawl*) – девальвация шагами, меньшими, чем изменения инфляционного дифференциала. В результате *REER* несколько дорожает, конкурентоспособность сокращается, но инфляция оказывается более контролируемой.
- Активное скольжение по восходящей (*active upward crawl*) – девальвация шагами, большими, чем изменения инфляционного дифференциала. В результате *REER* несколько обесценивается, конкурентоспособность растет, но инфляция оказывается менее контролируемой.

Таким образом, выбор режима валютного курса решающим образом влияет на баланс между инфляцией и конкурентоспособностью. Добиться в результате девальвации одновременно низкой инфляции и высокой конкурентоспособности возможно, но крайне сложно. В этом заключается искусство макроэкономической политики.

Итак, девальвация заключается в снижении стоимости национальной валюты в иностранной валюте и является наиболее распространенным способом корректировки завышенного фиксированного валютного курса. О необходимости девальвации могут свидетельствовать устойчивые и продолжительные тенденции в следующих показателях: рост дефицита текущего баланса, сокращение валютных резервов ЦБ, рост внешнего долга, рост *REER*, чистый отток капитала, депрессивное состояние экономики. Механизм воздействия номинальной девальвации на экономику включает следующие этапы: рост цен на импортные товары, повышение прибыльности экспорта, улучшение состояния текущего счета платежного баланса, улучшение состояния финансового счета платежного баланса, сокращение потребности во внешнем финансировании, рост производства и занятости. Девальвация приводит к росту инфляции, но обеспечивает улучшение текущего баланса, если номинальная девальвация ведет к реальной девальвации, и спрос на экспорт эластичен по цене. Девальвация оказывает воздействие на экономику с временным лагом не менее 3–6 месяцев. Для успеха девальвации должна поддерживаться жесткая денежная и фискальная политика. Девальвация может приве-

сти к экономической депрессии, если ее отрицательные последствия возобладают над положительными. Ползущая фиксация, при которой валютный курс девальвируется на определенный уровень, может быть наиболее подходящим решением проблемы балансирования положительных и отрицательных последствий девальвации.

5. РЕЗЮМЕ

1. Валютные курсы могут относиться к одной из трех категорий – быть жестко фиксированными, плавающими и промежуточными. Точная категоризация фактически проводимого режима валютного курса в анализируемой стране – исходный пункт анализа валютной политики. Тенденция последних лет заключается в росте количества стран с фиксированным и плавающим курсами и сокращении числа стран с промежуточными режимами курса. Рыночные колебания плавающего курса называются обесценением или вздорожанием, а директивные изменения фиксированного курса – девальвацией или ревальвацией. В аналитических целях валютный курс может быть представлен в форме номинального двустороннего курса, номинального эффективного курса, реального двустороннего курса и реального эффективного курса. Реальный эффективный валютный курс – индекс, рассчитываемый как реальные двусторонние курсы национальной валюты по отношению к валютам основных торговых партнеров, взвешенные по их доле в экспорте, импорте или внешней торговле анализируемой страны, – имеет наибольшую аналитическую ценность.

2. Макроэкономическое равновесие – состояние баланса между разнонаправленными статистическими или динамическими силами или действиями – может быть внутренним и внешним. Равновесный валютный курс обеспечивает одновременную устойчивость внутреннего и внешнего баланса. Практическая оценка равновесного курса делается обычно на основе паритета покупательной способности валюты, макроэкономического баланса или эконометрической модели. Подход относительного паритета покупательной способности, в соответствии с которым изменение курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровня цен в этих странах, применим при расчете значения валютного курса на долгосрочную перспективу в странах с высокой и галопирующей инфляцией. Результаты расчетов сильно зависят от избранного индекса цен и требуют вынесения суждения о том, какой уровень курса считать исторически равновесным. Подход макроэкономического баланса включает три этапа: расчет текущего баланса; расчет баланса сбережений и инвестиций и расчет необходимого изменения валютного курса для обеспечения равенства текущего баланса сбережений и инвестиций. Этот подход используется наиболее активно в случае серьезных дисбалансов в развитых странах с фиксированным курсом для определения необходимого масштаба девальвации. Эконометрические модели валютного курса включают авторегрессионные модели, когда курс определяется как функция от своего прошлого значения, модели с многими переменными, которые определяют зависимость валютного курса от динамики других макроэкономических показателей, и модели коинтеграции, которые определяют валютный курс как стационарный вектор, связывающий две нестационарные переменные.

3. Выбор режима валютного курса зависит от приоритетов экономической политики, которые обычно включают сокращение инфляции, поддержание конкурентоспособности национальных товаров на мировом рынке, обеспечение макроэкономической стабильности, проведение независимой денежной политики, регули-

рование потоков капитала или избежание нежелательных политических последствий. Фиксированный валютный курс наиболее эффективен в небольших странах, сильно зависящих от внешней торговли, в странах, преследующих цель сдерживания инфляции и достижения макроэкономической стабильности, и в странах с существенными ограничениями международного движения капитала, не нуждающихся в активной денежной политике как средстве развития, имеющих достаточные валютные резервы и устойчивый политический режим. Плавающий режим валютного курса наиболее эффективен в крупных странах, стремящихся обеспечить независимость денежной политики и использующих ее как инструмент развития, в странах, имеющих проблемы с конкурентоспособностью национальной продукции на мировом рынке, а также в странах со свободным режимом международного движения капитала и сложной политической структурой.

4. Девальвация заключается в снижении стоимости национальной валюты относительно иностранной валюты и является наиболее распространенным способом корректировки завышенного фиксированного валютного курса. О необходимости девальвации могут свидетельствовать следующие устойчивые и продолжительные тенденции: рост дефицита текущего баланса, сокращение валютных резервов ЦБ, рост внешнего долга, рост *REER*, чистый отток капитала, депрессивное состояние экономики. Механизм воздействия номинальной девальвации на экономику включает: рост цен на импортные товары, повышение прибыльности экспорта, улучшение состояния текущего счета платежного баланса, положительные изменения в финансовом счете платежного баланса, сокращение потребности во внешнем финансировании, рост производства и занятости. Девальвация имеет следующие последствия: может приводить к росту инфляции; обеспечивает улучшение текущего баланса, если номинальная девальвация приводит к реальной девальвации и спрос на экспорт эластичен по цене; оказывает воздействие на экономику с временным лагом не менее 3–6 месяцев. Девальвация должна сопровождаться жесткой денежной и фискальной политикой, и может привести к экономической депрессии, если отрицательные последствия возобладают над положительными. Ползущая фиксация, при которой валютный курс девальвируется до определенного уровня, может быть наиболее подходящим решением проблемы балансирования положительных и отрицательных последствий девальвации.

6. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы для повторения

1. Перечислите основные виды режима валютного курса. Дайте определение каждому виду.

2. Какие варианты обычной фиксации валютного курса вам известны?

3. В чем заключается экономическое различие скользящей фиксации курса к будущему и прошлому периодам?

4. Каковы признаки режима управляемого плавания валютного курса?

5. Назовите основные признаки множественной валютной практики.

6. Как называются рост и падение курса при фиксированном и плавающем режиме валютного курса?

7. Что такое множественная валютная практика и в каких случаях она возникает?

8. Дайте определение номинальному эффективному валютному курсу. Как он рассчитывается?

9. Дайте определение реальному валютному курсу. Как он рассчитывается? В чем обычно заключается причина падения реального двустороннего курса национальной валюты?

10. Дайте определение реальному эффективному валютному курсу. Как он рассчитывается?

11. Какие виды макроэкономического равновесия, необходимые для анализа равновесного уровня валютного курса, вам известны?

12. Что такое равновесный валютный курс? Каковы ограничения этого определения?

13. Как определяется необходимое изменение валютного курса на основе теории относительного паритета покупательной способности?

14. В чем заключается расширенная форма теории PPP?

15. Как протестировать теорию PPP эконометрическими методами?

16. В чем заключается подход к определению валютного курса на базе теории макроэкономического баланса?

17. Как определяется и оценивается подразумеваемое положение текущего баланса?

18. Приведите форму стандартного вида баланса сбережения инвестиций.

19. Как оцениваются на основе макроэкономического баланса необходимый масштаб и направления изменения валютного курса?

20. Приведите формулу авторегрессионной модели валютного курса со скользящей средней. В чем заключаются ее преимущества и какие проблемы могут возникать при ее оценке?

21. Какие факторы, объясняющие валютный курс, обычно учитываются в многофакторной линейной эконометрической модели валютного курса?

22. Как оценивается долгосрочный равновесный валютный курс на основе модели корректировки ошибок?

23. Какие основные задачи макроэкономической политики можно эффективно решать путем выбора режима валютного курса?

24. Какое влияние на инфляцию оказывают плавающий и фиксированный валютные курсы?

25. Как различные режимы валютного курса влияют на конкурентоспособность национальных товаров на мировом рынке?

26. Как выбор режима валютного курса влияет на степень независимости денежной политики?

27. Что такое девальвация и какие косвенные признаки могут свидетельствовать о ее необходимости?

28. Опишите механизм воздействия номинальной девальвации на экономику и его основные этапы.

29. Какие негативные последствия девальвации вам известны?

30. При каких условиях номинальная девальвация приводит к улучшению текущего баланса?

31. Почему девальвация требует от правительства проведения жесткой рестриктивной макроэкономической политики, особенно в первые месяцы после ее осуществления?

32. Какие варианты девальвации номинального валютного курса возможны при скользящей фиксации?

Ответы на выбор

33. Привязка национальной валюты к группе иностранных валют по курсу, который не может изменяться, является признаком следующего режима валютного курса:

a. Валютного правления.
b. Обычной фиксации.
c. Скользящей фиксации.
d. Фиксации к валютному композиту.

34. При скользящей фиксации валютного курса к будущему периоду периодическая корректировка валютного курса должна осуществляться на размер:

a. Дифференциала между официальным курсом и курсом параллельного рынка.
b. Поддержания реального эффективного валютного курса неизменным.
c. Прогнозируемого дифференциала между инфляцией внутри страны и инфляцией в странах – торговых партнерах.
d. Инфляционного дифференциала за некоторый прошлый период с основными торговыми партнерами.

35. Поддержание валютного курса в пределах ±1% от центрального паритета, который изменяется периодически в зависимости от изменения определенного количественного индикатора в соответствии с заранее установленными правилами, является признаком:

a. Мягко фиксированного валютного курса в рамках скользящего пояса.
b. Мягко фиксированного валютного курса в рамках горизонтального пояса.
c. Скользящей фиксации к прошлому периоду.
d. Управляемого плавания.

36. Кения имеет режим валютного курса, который характеризуется как управляемое плавание. В 2000–2003 гг. курс изменился с 79,4 шиллинга за доллар до 76,8 шиллинга за доллар. Что произошло с курсом национальной валюты? Курс:

a. Обесценился на 3,27%.
b. Вздорожал на 3,38%.
c. Был девальвирован на 3,27%.
d. Был ревальвирован на 3,38%.

37. Одновременно за тот же период реальный эффективный курс кенийского шиллинга обесценился на 8,8%. Что произошло с относительными ценами?

a. Рост внутренних цен превышал рост мировых цен.
b. Инфляция в Кении была ниже, чем в странах – торговых партнерах.
c. Инфляция в Кении и за рубежом была примерно одинаковой, тогда как номинальный эффективный курс шиллинга упал.
d. Инфляция в Кении и за рубежом была примерно одинаковой, тогда как номинальный эффективный курс шиллинга вырос.

38. Инфляция на Украине в 2001 г. составила 12 %, в США – 2%. Номинальный валютный курс гривны к доллару за этот же период изменился с 5,43 до 5,30 гривны за доллар. Как изменился реальный курс гривны к доллару и почему?

a. Вырос на 12,7%.
b. Вырос на 12,2%.
c. Упал на 12,6%.
d. Упал на 11,9%.

Проблемы для обсуждения

39. Текущий валютный курс определяется на межбанковском валютном рынке, который представляет собой региональные валютные рынки, объединенные системой электронной связи. Официальный валютный курс устанавливается ЦБ как средняя взвешенная валютных курсов на межбанковских валютных рынках. Интервенции ЦБ на валютном рынке направлены в основном на сдерживание вздорожания *REER*. Как вы классифицируете валютный режим России и почему?

40. Для оценки равновесного валютного курса нередко используются концепции внешнего *RER*, определяемого либо как в этой главе (номинальный эффективный курс, скорректированный по изменению относительных цен), либо как долларовый эквивалент среднего уровня зарплаты в анализируемой стране, и внутреннего *RER*, определяемого как отношение цен на продукты питания (торгуемые товары) к ценам на платные услуги (аппроксимация неторгуемых товаров). Динамика этих показателей в России была следующей (в процентах):

	1995–1998 гг.	1998 г. (кризис)	2002 г./(1995–1998 гг.)
Реальный эффективный курс рубля	57	–43	–18
Средняя зарплата в долларах	117	–66	–14
Относительная цена неторгуемых товаров	96	–43	–18

a. Дайте вашу оценку преимуществ и недостатков каждого из способов вычисления внешнего и внутреннего реального валютного курса.

b. Какой показатель позволяет учесть эффект *Balassa–Samuelson*?

c. Какой показатель лучше отражает динамику конкурентоспособности национальных товаров на мировом рынке и как изменилась конкурентоспособность российских товаров в предкризисный и послекризисный периоды?

41. В одном из исследований в числе детерминант равновесного валютного курса российского рубля на основе структурной модели были выделены фундаментальные, определяющие долгосрочную тенденцию курса рубля, и переходные, оказывающие лишь краткосрочное воздействие на колебания курса. К числу фундаментальных факторов были отнесены: мировая цена российской уральской нефти (*Oil*, аппроксимация условий торговли), относительный уровень производительности труда в России по сравнению с ее торговыми партнерами (*Pr*), фиктивная переменная кризиса 1998 г. (*D*). В число переходных факторов отнесены: рост отношения резервов к импорту (*Re/Im*, аппроксимация чрезмерного роста валютных резервов), отношение рублевой денежной массы к ВВП (M2/GDP, аппроксимация чрезмерного роста внутреннего кредита, превышающая рост экономики), отношение бюджетного баланса к запасу резервных денег за предыдущий период (F/M0, как показатель степени жесткости денежной политики).

a. Кажется ли вам такое разделение детерминант валютного курса рубля на фундаментальные и переходные разумным? Какие проблемы вы видите при таком подходе к моделированию валютного курса?

b. Какой знак можно ожидать при оценке каждого из вышеперечисленных параметров? Почему?

c. Интерпретируйте следующее полученное в логарифмической форме уравнение фундаментальных факторов реального курса (e-статистика в скобках):

$$RER^* = \underset{(6,22)}{3,30} + \underset{(2,58)}{0,31}\,Oil + \underset{(2,82)}{1,30}\,Pr - \underset{(-4,78)}{0,62}\,D.$$

d. Интерпретируйте следующее полученное в логарифмической форме уравнение переходных факторов реального курса (e-статистика в скобках). Остальные факторы оказались статистически незначительными

$$\Delta RER = \underset{(5,44)}{0,49}(RER^*_{t-1} - RER_{t-q})$$

$$- \underset{-(1,4)}{0,07}(Re - Im) - \underset{(-2,58)}{1,30}\,Oil_{t-2}.$$

i. Если считать *RER** долгосрочным равновесным реальным валютным курсом и все данные – поквартальные, как быстро валютный курс возвращается

к равновесию в случае транзиторного шока?

ii. Какое воздействие оказывает расширительная денежная политика на реальный валютный курс? Могут ли в этой связи валютные интервенции ЦБ считаться эффективным средством сдерживания роста *RER*?

iii. Каково различие воздействия изменения цен на нефть на *RER* в случае, когда они считаются фундаментальной детерминантой и когда они считаются переходной детерминантой?

42. В странах с открытой экономикой падение курса национальной валюты является важным фактором роста внутренних цен из-за т.н. пропускного эффекта (*pass-through effect*). Падение валютного курса может повлиять на уровень цен непосредственно через рост цен на импортные товары и косвенно из-за увеличения спроса на национальные товары в результате переключения расходов. Зная, что в России импорт составляет более 25% ВВП и импортные товары – порядка 35% в корзине ИПЦ, по некоторым оценкам, каждый процентный пункт обесценения валютного курса ведет к общему росту цен на 0,5% в течение 2–3 кварталов. Кажется ли вам эта оценка реалистичной? Наблюдается ли в России обратный эффект?

Задачи

43. Россия приняла обязательства по статье VIII статей соглашения МВФ о конвертируемости рубля по текущему счету платежного баланса в 1996 г., однако в 2003 г. продолжала накладывать следующие ограничения на текущие платежи:

a. Перед переводом средств за рубеж по счетам типа *S*, используемым для репатриации процентов от инвестиций нерезидентов в ГКО, нерезиденты вынуждены депонировать их на беспроцентный транзитный счет на фиксированный период времени.

b. Перед переводом доходов за рубеж по инвестициям в ГКО до 1998 г. нерезиденты должны депонировать их на беспроцентный транзитный счет на фиксированный период времени.

c. Выплата импортного аванса по импортному контракту сверх определенной суммы требует одобрения ЦБ.

d. Для расчетов по торговым операциям и операциям с ценными бумагами нерезиденты должны открыть счета типа *N*, по которым ограничиваются переводы прибыли от операций с ценными бумагами.

e. Нерезиденты, имеющие счета типа *S*, могут репатриировать прибыль от операций с ценными бумагами через приобретение иностранной валюты на специальных аукционах ЦБ по заниженному валютному курсу.

Определите, какие ограничения являются: множественной валютной практикой; простыми валютными ограничениями; одновременно множественной валютной практикой и простыми валютными ограничениями.

Найдите описание текущего валютного режима на сайте ЦБ России www.cbr.ru. Как эволюционировал этот режим по сравнению с 2003 г.?

44. Используя файл «Глава 9. Задачи», лист «Курсы», содержащий ежемесячные данные о номинальном курсе рубля к доллару, индексе его номинального (*NEER*) эффективного и реального (*REER*) эффективного курсов (1995 = 100), индексе потребительских цен России (*CPI*), индексе относительных цен (*relative price index, RPI*) с января 1993 по январь 2003 г., охарактеризуйте динамику показателей валютного курса:

a. Имеется ли в серии структурный слом и чем он объясняется?

b. После мая 1995 г. уровень индекса REER стабильно превышает *NEER*. Чем это объясняется?

c. Где – в России или в странах – ее торговых партнерах – в 1999–2003 гг. инфляция была выше?

d. Насколько вырос *REER* и *NEER* после августа 1998 г.? Чем объясняется разница в темпе роста?

e. На сколько процентов укрепилась конкурентоспособность экспортных товаров России в результате кризиса 1998 г.?

f. Наблюдалась ли гиперреакция валютного курса в результате кризиса? Насколько глубока J-кривая?

g. Достиг ли реальный курс рубля стационарного положения в послекризисный период?

h. Насколько ухудшилась конкурентоспособность российских товаров после 1998 г.?

i. Используя данные файла об инфляции (*CPI*) и индексе относительных цен (*RPI*), рассчитайте вклад факторов, являющихся причиной роста *REER* после 1998 г.?

j. До какой степени обесценение номинального курса рубля препятствует тенденции вздорожания *REER*?

k. В чем причина различий в динамике *CPI* и *RPI*, особенно после 1999 г.?

45. Используя файл «Глава 9. Задачи», лист «Курсы»:

a. Оцените отдельно для периода до и после августа 1998 г. модель *REER* как простой временной тренд (*time trend*).

b. Оцените отдельно для периода до и после августа 1998 г. модель *REER* как свободный шаг (*random walk*).

46. Используя файл «Глава 9. Задачи», лист «Курсы», оцените авторегрессионную *ARMA* модель *REER* отдельно для периода до и после августа 1998 г.

a. Стационарна ли серия в уровнях, первых и вторых разностях?

b. Какая спецификация – простая авторегрессионная, со скользящей средней или комбинированная – лучше всего аппроксимирует динамику *REER* в послекризисный период? Какое количество лагов дает наилучший результат?

c. На базе модели спрогнозируйте *REER* на период после января 2003 г. Насколько расходится прогноз с реальностью? Оцените, пригодна ли модель для прогноза?

47. Используя файл «Глава 9. Задачи», листы «Курсы» и «Макро», оцените многофакторную модель REER:

a. Для всего периода 1993–2003 гг., отдельно взяв импульсную фиктивную переменную для кризиса августа 1998 г., поставив 1 на август 1998 г. и 0 на все другие месяцы, и уровневую фиктивную переменную, поставив 0 на все месяцы до и 1 на все месяцы после августа 1998 г.

b. Отдельно для периода до и после августа 1998 г., без фиктивной переменной. Каковы были основные детерминанты валютного курса в краткосрочной перспективе? Указывают ли полученные результаты на наличие пропущенных переменных, определяющих курс?

48. Откройте сообщение о ревальвации юаня в августе 2005 г. на сайте Народного банка Китая по адресу www.pbc.gov.cn. Юань был ревальвирован на 2%, и установление валютного курса в будущем будет более гибким. С 1994 г. Китай проводил политику валютного курса, фиксированного к доллару США, и с точки зрения многих наблюдателей курс юаня был сильно занижен, что обеспечивало Китаю конкурентное преимущество в экспортных отраслях. Обсудите последствия ревальвации юаня для международной торговли и экономики России.

Мысли великих

В учении не равняться на великих мудрецов – значит быть рабом грифеля и доски для письма.

Хун Цзычен (XVII век),
китайский мыслитель

На досуге

Об эконометрических прогнозах:

- Эконометрика – это искусство соединить логической кривой недоказанное допущение с заранее предопределенным выводом.
- Производство двух вещей лучше не видеть – сосисок и эконометрических оценок.
- Экономисты, дающие прогнозы, делятся на два класса: тех, которые не знают, что произойдет, и тех, которые не знают, что они этого не знают.
- Экономист – это образованный профессионал, которому платят за то, что он делает неверные прогнозы состояния экономик. Эконометрик – это образованный профессионал, которому платят за то, что он делает неверные прогнозы состояния экономик с использованием компьютера.

Непереводимая игра слов

If you torture the data long enough, they will confess.

Глава 10

ВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ

Изучить – значит понять правильность того, что думали другие. Нельзя познать вещи, если изначально исходить из ложных представлений.

Георг Вильгельм Фридрих Гегель (1770–1831), немецкий философ

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Валютная ликвидность
Валютный состав резервов
Измерения резервов
  в отношении к импорту
  в отношении к деньгам
  в отношении к долгу
Контрольные показатели распределения валют
Международные резервы
Продолжительность

1. ПОНЯТИЕ РЕЗЕРВОВ

Валютная ликвидность

Валютные резервы страны являются частью более широкого понятия валютной ликвидности.

@ *Валютная ликвидность (foreign currency liquidity)* – валютные ресурсы, находящиеся в распоряжении органов денежного управления и центрального правительства, которые могут быть использованы для осуществления платежей в течение двух рабочих дней.

Валютная ликвидность – широкое понятие, которое включает как запасы валютных ресурсов, так и их потоки (приток и отток) и дает представление о полном объеме валютных ресурсов, находящихся в распоряжении властей с учетом предусмотренного и непредусмотренного движения этих ресурсов (табл. 10.1). Под властями в этом случае понимается как ЦБ, так и центральное правительство. Валютная ликвидность включает валютные требования и обязательства перед нерезидентами и резидентами. В случае валютной ликвидности под потоками понимаются как потоки, показываемые в балансе, так и забалансовые потоки.

Таблица 10.1. Состав валютной ликвидности

I. Ресурсы иностранной валюты 1. Международные резервы 2. Другие активы в иностранной валюте	I. Foreign currency resources 1. International reserves 2. Other foreign currency assets
II. Чистый отток иностранной валюты 1. Предусмотренный отток: a) обязательства в иностранной валюте; b) валютные финансовые деривативы (форварды, фьючерсы и свопы). 2. Непредусмотренный отток: a) непредусмотренные платежи по обязательствам в иностранной валюте; b) валютные финансовые деривативы (опционы).	II. Foreign currency drains 1. Predetermined drains a) Foreign currency liabilities b) Financial derivatives (forwards, futures, and swaps) 2. Contingent drains a) Contingent foreign currency liabilities b) Financial derivatives (options)

Международные резервы

В отличие от валютой ликвидности, международные резервы являются значительно более узким понятием.

@ *Международные резервы (international reserves)* – международные активы, которые имеются в распоряжении и эффективно контролируются органами денежного управления, могут быть использованы для прямого финансирования платежных дисбалансов, интервенций на валютном рынке, влияния на курс национальной валюты или других целей.

Международные резервы – та часть ликвидности, которая находится в распоряжении только ЦБ или денежных властей (табл. 10.2(I)). По составу международные резервы отличаются от валютной ликвидности тем, что резервы исключают: валютную ликвидность, находящуюся в распоряжении центрального правительства; все требования в иностранной валюте к резидентам; все забалансовые операции в иностранной валюте; все международные обязательства страны в иностранной валюте, которые должны быть удовлетворены по первому требованию. Чрезвычайные кредитные линии (*contingent lines of credit*) включаются в состав резервов, только если они действительно могут быть использованы по первому требованию и без обязательства выполнять дополнительные условия. Такие линии существуют лишь у очень немногих стран.

ЦБ многих стран в качестве резервов держат золото, на которое приходится не более 10% всех резервов. В большинстве случаев золото не используется как средство платежа или расчетов и держится ЦБ в силу исторической традиции. Однако некоторые ЦБ осуществляют активные операции с золотом, такие как получение золота в качестве залога под кредиты, депонирование золота в иностранные ЦБ и проведение операций своп. Золото, тем не менее, не считается надежным активом при его помещении в резервы в силу нестабильности цены, отсутствия процентов за его содержание в резервах, низкой доходности операций с ним и большими издержками на проведение таких операций, связанных с физическим перемещением золота и необходимостью наличия для проведения таких операций высококвалифицированных кадров.

В число резервов не входят деноминированные в иностранной валюте акции частных предприятий в силу непредсказуемости их рыночной стоимости и недостаточной степени ликвидности; недвижимость, поскольку она считается неликвидным активом; запасы товаров (таких как нефть, цветные металлы, кофе и др.), которые хотя и продаются на мировом рынке, также не могут считаться ликвидным активом; фьючерсы и опционы на товары.

Таблица 10.2. Валютные резервы (I) и валютная ликвидность (I–IV)

I. Официальные резервные активы	I. Official reserve assets
1. Резервы иностранной валюты	1. Foreign currency reserves
a. Ценные бумаги	a. Securities
b. Депозиты	б. Deposits
2. Резервная позиция в МВФ	2. IMF reserve position
3. СДР	3. SDRs
4. Золото	4. Gold
5. Другие резервные активы	5. Other reserve assets
II. Другие активы в иностранной валюте	II. Other foreign currency assets
III. Предопределенный краткосрочный отток	III. Predetermined short-terms net drains
1. Займы и ценные бумаги в иностранной валюте	1. Foreign currency loans and securities
2. Агрегированные короткие и длинные позиции в форвардах, фьючерсах и свопах	2. Aggregate short and long positions in forward, futures, and swaps
3. Прочее	3. Other
IV. Непредвиденный краткосрочный чистый отток	IV. Contingent short-term net drains
1. Непредвиденные обязательства	1. Contingent liabilities
2. Ценные бумаги, включающие опцион	2. Securities with embedded options
3. Неиспользованные безусловные кредитные линии	3. Undrawn, unconditional credit lines
4. Агрегированная короткая и длинная позиции по опционам	4. Aggregate short and long positions of options
V. Меморандум	V. Memorandum
1. Краткосрочный внутренний долг, индексируемый по валютному курсу	1. Sort-term domestic currency debt indexed to exchange rate
2. Финансовые инструменты, деноминированные в иностранной валюте и оплачиваемые другими средствами	2. Financial instruments denominated in foreign currency and settled by other means
3. Заложенные активы	3. Pledged assets
4. Ценные бумаги, данные взаймы и на репо	4. Securities lent and on repo
5. Финансовые деривативы	5. Financial derivatives
6. Деривативы со сроком истечения более одного года	6. Derivatives that have a residual maturity greater than one year
7. Валютный состав резервов	7. Currency composition of reserves

Источник: Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. – IMF, 2003. Более развернутое представление этой таблицы имеется на сайте www.imf.org.external/hp/sta/ir.

Пояснения к таблице 10.2.

1. В валютные резервы включаются только ценные бумаги и депозиты в иностранной валюте. Запасы наличной иностранной валюты показываются в числе депозитов.
   a. Из числа ценных бумаг в состав резервов включаются только высоколиквидные ценные бумаги и долговые обязательства, выпущенные нерезидентами. Срок погашения таких ценных бумаг может быть любой, вплоть до 30 лет. Главное – чтобы они были зарегистрированы на официальном рынке ценных бумаг и, следовательно, могли быть быстро проданы за твердую валюту.
   b. В категорию депозитов включаются только депозиты в иностранной валюте до востребования, которые размещены в иностранных центральных банках, Банке международных расчетов или коммерческих банках. В число депозитов включаются краткосрочные займы в иностранной валюте, предоставленные национальным ЦБ банкам-нерезидентам, которые могут быть получены назад по первому требованию.

2. Резервная позиция в МВФ представляет собой сумму СДР и резервный транш страны в капитале фонда – взнос страны, который она может заимствовать по первому требованию и без условий, а также кредит МВФ, уже одобренный Советом директоров фонда, предоставленный, но не выбранный страной, и также доступный по первому требованию.
3. СДР – искусственный международный актив, созданный на счетах МВФ и распределяемый пропорционально квотам стран в МВФ.
4. Золото включает только монетарное золото и депозиты, сделанные в иностранных банках в золоте, и золото, предоставленное взаймы.
5. Другие резервные активы – ликвидные и доступные по первому требованию активы, деноминированные в иностранной валюте: финансовые деривативы, предоставленные краткосрочные кредиты в иностранной валюте, которые можно получить назад по первому требованию, репо и прочие реверсные операции с иностранной валютой, не связанные с ограничениями по срокам возврата.

Итак, валютная ликвидность представляет собой валютные ресурсы, находящиеся в распоряжении органов денежного управления и центрального правительства, которые могут быть использованы для осуществления платежей в течение двух рабочих дней. Международные резервы – часть валютной ликвидности, те международные активы, которые имеются в распоряжении и эффективно контролируются органами денежного управления и могут быть направлены на прямое финансирование платежных дисбалансов, интервенции на валютном рынке, на осуществление влияния на курс национальной валюты или другие цели. В число официальных резервных активов страны включаются только иностранная валюта в виде наличных, ценных бумаг и депозитов; резервная позиция в МВФ, запасы СДР, золото и другие ликвидные и доступные по первому требованию активы, деноминированные в иностранной валюте. Золото, хотя и включается в состав резервов, не считается их эффективным компонентом.

2. АДЕКВАТНОСТЬ РЕЗЕРВОВ

Определение степени адекватности резервов предполагает анализ ряда макроэкономических факторов, рассмотрение аналитических показателей резервов, расчет статистических соотношений и их сравнение со значениями, которые считаются пороговыми для каждого показателя.

Специфические факторы

• *Тип режима валютного курса*. Считается, что странам с плавающим валютным курсом требуется относительно меньше резервов, чем странам с фиксированным валютным курсом. Плавающий валютный курс абсорбирует внешние шоки, и ЦБ не обязан поддерживать его, используя резервы. Чаще всего политика ЦБ заключается в простом сглаживании слишком резких колебаний плавающего валютного курса. Напротив, при фиксированном валютном курсе ЦБ несет ответственность за его поддержание на определенном уровне и обязан покупать или продавать иностранную валюту из резервов в случае давления на курс национальной валюты.

• *Степень гибкости внутренних процентных ставок.* В большинстве стран ЦБ имеет возможность влиять на процентные ставки через ставку рефинансирования и если внутренние процентные

ставки в достаточной степени дерегулированы, чтобы изменяться под воздействием спроса и предложения, ЦБ в состоянии повлиять на курс национальной валюты путем изменения ставки рефинансирования. В этом случае резервов требуется относительно меньше. Если же система внутренних процентных ставок негибка и они зафиксированы, например, по важным типам кредитов, возможность ЦБ влиять на их уровень через изменение ставки рефинансирования весьма ограниченна. В этом случае ЦБ необходимо больше резервов, чтобы защищать валютный курс.

• *Степень доступа страны к краткосрочным кредитам из-за рубежа*. Этот доступ обычно зависит от степени стабильности общей макроэкономической ситуации в стране. Даже если уровень резервов относительно невелик, правительство в экономически стабильных странах в случае необходимости обычно быстро получит кредит от иностранного ЦБ или правительства или произведет временный своп национальных ценных бумаг на иностранную валюту для поддержания платежеспособности. Поэтому общий уровень резервов необязательно должен быть высоким.

• *Степень открытости финансового счета и счета движения капитала*. В странах, разрешающих относительно свободное движение капиталов, размер резервов должен быть выше, чем в странах, где существуют ограничения на движение капитала. При открытом финансовом счете краткосрочные спекулятивные капиталы могут неожиданно покинуть страну и создать платежные трудности, которые могут быть разрешены только благодаря использованию резервов.

• *Уровень сезонных колебаний импорта*. Обычно страны, которые являются чистыми импортерами продовольствия, испытывают серьезные платежные трудности в периоды сезонных перебоев, климатических и иных стихийных бедствий. Импорт продовольствия в чрезвычайных условиях может финансироваться только за счет валютных резервов ЦБ или чрезвычайной внешней помощи. Уровень резервов в таких странах должен быть обычно выше, чем в странах, не зависящих настолько сильно от импорта продовольствия.

• *Уровень колебаний основных статей валютных поступлений*. Если страна является экспортером преимущественно сырьевых и сельскохозяйственных товаров, то величина ее валютных поступлений обычно сильно зависит от цен на эти товары, которые весьма непостоянны. Если страна зависит от поступлений от туризма, то эти поступления также могут сильно варьироваться, особенно в условиях политической нестабильности в регионе. Поэтому, чем выше уровень зависимости страны от нестабильных источников валютных поступлений, тем выше должен быть уровень валютных резервов.

• *Изменчивость (volatility) уровня резервов в исторической ретроспективе*. Каждая страна, имея специфические черты в экономике, по-своему реагирует на внешние шоки и использует разную долю резервов для решения платежных проблем. Такое статистическое измерение, как стандартное отклонение в уровне резервов, может служить ориентировочным показателем степени изменчивости резервов. Чем больше стандартное отклонение, тем больше резервов необходимо стране.

Измерение адекватности резервов

Существует несколько основных способов оценить уровень адекватности резервов для экономической ситуации той или иной страны:

@ *Измерение резервов в отношении к импорту (import-based measures of reserves)* – резервы, выраженные в месяцах импорта, показывающие, сколько месяцев страна сможет продолжать обычный импорт, если она лишится всех остальных источников финансирования.

Отнесение стоимости резервов к стоимости импорта позволяет сопоставить

размер резервов с масштабами экономики и уровнем ее открытости и показывает, сколько времени есть у страны для того, чтобы скорректировать свою макроэкономическую политику в случае внешнего платежного шока. Это измерение лучше всего подходит для оценки адекватности резервов в странах, у которых нет доступа к международным рынкам капитала или которые могут быть неожиданно отрезаны от внешнего кредитования в момент ухудшения экономической ситуации. Для расчета этого соотношения под импортом понимается прогнозируемый уровень импорта в течение следующих 12 месяцев с даты, на которую оценивается адекватность резервов, а не реальный импорт за прошлый период. Импорт должен включать валовые платежи за покупаемые товары и услуги, но исключать платежи, получаемые в качестве помощи, и оплаты транзита товаров.

Как негласное правило, показатель уровня резервов, достаточный для покрытия импорта товаров и нефакторных услуг в течение 3 месяцев, считается адекватным. Это правило основывается на исторических наблюдениях, а не на эмпирической оценке: в течение последних 50 лет среднестатистический уровень резервов в мире составлял 3–4 месяца стоимости импорта. Более того, трехмесячный срок покрытия резервами импорта считается минимальной величиной. Обычно страны при определении адекватного для них уровня резервов по этому показателю ориентируются на соотношение резервов к стоимости импорта, поддерживаемое в странах – основных торговых партнерах.

@ *Измерение резервов в отношении к деньгам (money-based measures of reserves)* – отношение резервов к широким деньгам показывает возможность органов денежного управления противостоять утечке капитала.

В странах, где спрос на деньги стабильный и сильно доверие к национальной валюте, спрос на деньги бывает относительно высоким, а отношение резервов к широким деньгам, как правило, обычно низким. Поэтому сколько-нибудь существенный шок, изменяющий спрос на деньги, может потенциально означать риск утечки капитала, поскольку уровень резервов относительно низок. В экстремальной ситуации кризиса резиденты и нерезиденты могут захотеть изъять из страны практически всю или большую часть денежной массы – превратить национальную валюту в доллары и вывезти ее за рубеж. В этом случае очевидно, что даже относительно высокое соотношение резервов к денежной массе может оказаться недостаточным. Резервов просто не хватит, чтобы удовлетворить спрос на иностранную валюту. Учитывая, что в условиях платежного кризиса доступ страны к иностранным источникам краткосрочных займов также обычно закрывается, платежный кризис может потребовать введения ограничений на переводы капитала за рубеж. Отношение резервов к резервным деньгам особенно важно в странах с фиксированным валютным курсом, тогда как отношение резервов к широким деньгам важно в странах с фиксированным курсом и слабой банковской системой.

@ *Измерение резервов в отношении к долгу (debt-based measures of reserves)* – отношение резервов к краткосрочному долгу, учитывая сроки его погашения, показывает способность страны оплатить свои текущие внешние обязательства.

Краткосрочный долг, учитывая сроки его погашения *(short-term debt by remaining maturity*), включает займы в виде наличной валюты и депозитов, которые должны быть погашены в течение года, плюс амортизационные платежи (основная сумма и проценты), которые должны быть выплачены в течение ближайшего года по средне- и краткосрочным долгам. Тем самым, краткосрочный долг представляет собой все платежи нерези-

дентам, которые должны быть сделаны резидентами в течение ближайшего года.

В состав краткосрочного долга включается вся задолженность во всех формах и валютах со стороны резидентов нерезидентам и исключается вся задолженность во всех формах и валютах резидентам. Задолженность резидентам исключается на том основании, что оплата внутренних долговых обязательств необязательно ведет к оттоку капитала, особенно в странах с жесткой системой контроля за международным движением капитала или там, где существуют «связывающие рынки» (*captive markets*), когда банкам, пенсионным и иным фондам законодательно не разрешено инвестировать за рубеж суммы, превышающие определенный порог.

Конкретно в состав краткосрочного внешнего долга включаются:

- Все типы долговых инструментов, находящиеся у нерезидентов, – займы, долговые ценные бумаги, валюта, депозиты, торговые кредиты, кредиты, связанные с прямыми зарубежными инвестициями.
- Долговые инструменты, находящиеся у нерезидентов, выраженные как в иностранной, так и в национальной валюте.
- Долговые инструменты, находящиеся в распоряжении как государства, так и частного сектора.

Отношение уровня резервов к краткосрочному долгу является наиболее важным аналитическим показателем адекватности резерва для стран, которые осуществляют заимствования на международном рынке в существенных масштабах, но чей доступ на рынки капиталов зависит от политической и иной конъюнктуры. Чем ниже отношение резервов к краткосрочному долгу, тем выше вероятность и глубина потенциального платежного кризиса.

Как свидетельствует имеющийся исторический опыт, адекватным считается уровень резервов, равный объему краткосрочного долга, т.е. если их отношение составляет 1. Однако соотношение, равное единице, представляет собой только изначальный пункт анализа адекватности долга по этому показателю. Как минимум, в дополнение к соотношению резервов и краткосрочного долга для вынесения суждения о степени адекватности резервов должны также приниматься во внимание следующие факторы: размеры дефицита текущего счета платежного баланса, тенденции реального эффективного валютного курса, валютная деноминация внешнего долга и тип валютного режима. Эмпирические исследования показывают, что адекватным может считаться уровень резервов, равный уровню краткосрочного долга с учетом сроков его погашения плюс 5% дополнительных резервов за каждый процентный пункт дефицита текущего баланса и плюс 1% дополнительных резервов за каждый процентный пункт роста реального эффективного валютного курса в предшествующие 4 года.

Отклонение соотношения резервов и краткосрочного долга от единицы не означает неизбежности платежного кризиса. История знала примеры кризисов в странах, где и когда это соотношение значительно превышало 1 (1,5–2,5 в Венесуэле, Малайзии, Колумбии в середине 90-х гг.). В то же время сочетание относительно низкого уровня резервов в определенные периоды в середине 90-х гг. (порядка 0,1–0,4 по данному показателю) с устойчивыми показателями платежеспособности, плавающим валютным курсом и разумным уровнем контроля за движением капитала не привело к кризису в Бразилии, Южной Африке, Мексике и Пакистане.

Итак, следующие характеристики экономики анализируемой страны наиболее важны при вынесении суждения о степени адекватности резервов: тип режима валютного курса, степень гибкости внутренних процентных ставок, степень доступа к краткосрочным валютным кредитам из-за рубежа, степень открытости финансового счета и счета движения капитала платежного баланса, масштабы сезонных колебаний импорта, уровень колебаний основных статей валютных

поступлений, изменчивость уровня резервов в исторической ретроспективе. Существуют три основных способа измерения адекватности резервов: отношение резервов к импорту, показывающее, сколько месяцев страна сможет продолжать обычный импорт, если она лишится всех остальных источников финансирования; отношение резервов к широким деньгам, показывающее потенциал страны противостоять утечке капитала; отношение резервов к краткосрочному долгу, показывающее способность страны оплатить свои текущие внешние обязательства в непосредственном будущем. В то время как первый способ измерения адекватности является традиционным, последний используется все чаще в практике стран, вовлеченных в интенсивное движение капитала.

3. УПРАВЛЕНИЕ РЕЗЕРВАМИ

Валютный состав резервов

Первостепенная проблема, которую власти любой страны должны решить в области управления резервами, – надо ли влиять на их валютный состав. При отсутствии влияния валютный состав резервов определяется потоками валют в процессе текущих валютных операций ЦБ и практически не может использоваться как инструмент макроэкономической политики. В подавляющем большинстве случаев власти признают необходимость влияния на валютный состав резервов, поскольку изменения валютных курсов оказывают сильное воздействие на общую стоимость резервов. Поэтому анализ эффективности управления резервами в данной стране надо начинать с вынесения суждения об адекватности их валютного состава провозглашенным целям резервной политики.

@ *Валютный состав резервов (currency composition of reserves)* – соотношение между различными валютами и другими валютными активами, входящими в состав резервов.

Подход к решению вопроса о валютном составе резервов зависит от основных целей резервной политики в анализируемой стране, а именно:

• *Предназначаются ли резервы для поддержания избранного режима валютного курса.* В этом случае важна номинальная стоимость резервов, выраженная в определенной валюте, в то время как объем товаров, который можно купить за них, неважен. Валютный состав резервов определяется так, чтобы минимизировать воздействие изменений в кросс-курсах валют, входящих в резервы, на их общую стоимость, выраженную в валюте, которая нужна для проведения интервенций. Обычно, если валютный режим страны ориентируется на доллар и ее курс привязан к курсу доллара, все, что важно для оптимального валютного состава резервов, – поддержать их совокупную стоимость в долларах на определенном уровне. Однако, если курс привязан к корзине валют или СДР, состав резервов может отражать состав валютной корзины и, соответственно, их стоимость будет изменяться параллельно с изменением стоимости корзины.

• *Предназначаются ли резервы для обеспечения финансирования платежного баланса в экстремальной ситуации.* В этом случае валютная композиция резервов должна обеспечивать поддержание реальной покупательной способности резервов на определенном неизменном уровне. Резервы рассматриваются в реальном выражении – важен объем реальных товаров, который можно приобрести за счет резервов, а не номинальная стоимость резервов. Резервы рассматриваются как отложенный реальный спрос или сбережения, предназначенные для использования в случае необходимости. Их валютный состав должен определяться таким

образом, чтобы при любых изменениях курсов на них можно было бы приобрести неизменный физический объем импорта.

Исходя из поставленных целей резервной политики, возможны различные варианты определения валютного состава резервов:

• *Соответствие валютного состава резервов валютному составу краткосрочного долга.* Этот подход может использоваться в странах с высоким уровнем краткосрочных долговых обязательств. В этом случае валютный состав резервов должен по возможности точно соответствовать валютному составу краткосрочного долга, платежам по обслуживанию долга, которые приходятся на текущий и будущий годы. Такой состав резервов даст гарантию от непредвиденных изменений в кросс-курсах, но никогда не будет оптимальным с точки зрения композиции долга: поддержание валютной композиции должно обеспечивать максимальный доход на резервы.

• *Максимизация дохода от инвестиции валютных резервов при минимизации риска.* Это – оптимизационный подход к составу резервов. Валютные резервы обычно инвестируются – на них покупаются иностранные ценные бумаги, золото, другие ликвидные активы, приносящие доход. Соответственно совокупный доход на инвестированные резервы зависит от процентных ставок по каждому из активов, изменения валютных курсов между валютами, в которых эти активы деноминированы, степени риска инвестиций в каждый из них.

• *Соответствие валютного состава резервов валютной деноминации или географической структуре импорта.* Этот подход чаще всего используется развивающимися странами, сильно зависящими от импорта нескольких товаров, за которые они должны платить в определенной валюте, поскольку импортируют их из определенных стран или их цены на мировом рынке деноминированы в этой валюте. В этом случае валютный состав резервов может быть привязан к валютной композиции импортных платежей, чтобы избежать курсовых потерь при конвертации. Обычно в резервах африканских стран, покупающих большую часть товаров в Европе, преобладает евро, тогда как латиноамериканских – доллар.

• *Определение состава резервов на основе минимизации стоимости их поддержания.* В некоторых странах часть резервов ЦБ составляют заимствованные резервы, за пользование которыми надо платить процент. В этом случае задача минимизации объема платежей по процентам может считаться критерием подбора состава резервов.

@ *Контрольные показатели распределения валют (currency distribution benchmarks)* – устанавливаемые ЦБ целевые показатели валютного состава резервов, при отклонении от которых ЦБ должен осуществлять корректировочные меры.

За валютным составом резервов руководство ЦБ должно следить ежедневно. Операционными инструкциями устанавливается, до какой степени валютный состав резервов может отклоняться от контрольных показателей и какие меры должны предприниматься в этом случае.

Большинство стран не раскрывают валютный состав резервов. Данные о составе резервов печатаются только основными развитыми странами. Поэтому определить, какие именно из перечисленных факторов являются определяющими при выборе композиции состава резервов, весьма сложно. Тем не менее три фактора кажутся наиболее важными – состав валютной деноминации внешней торговли, валютная деноминация финансовых потоков и валюта или корзина валют, к которой привязан или на которую ориентируется курс национальной валюты.

Состав международных резервов, несмотря на изменяющиеся международные условия, остается весьма стабильным:

основную долю (порядка 60%) продолжает занимать доллар США. Причем в долларах предпочитают держать свои резервы как развитые, так и развивающиеся страны. С введением евро доля доллара несколько сократилась, хотя на евро все равно приходится не больше 15–20% мировых резервов. Примерно 5% резервов страны держат в японских иенах, 0,5% – в швейцарских франках и оставшаяся доля приходится на все остальные валюты. Рост цен на нефть, которая деноминирована в долларах, создает предпосылку для укрепления доллара в качестве основной валюты резервов, тогда как рост курса евро заставляет ЦБ многих стран увеличить долю евро в валютной композиции резервов. С операционной точки зрения в качестве ориентира для валютного состава резервов может использоваться композиция СДР, в которых 45% занимает доллар США, 29 – евро, 15 – иена и 11% – английский фунт и которая пересматривается на предмет соответствия международной структуре платежей каждые пять лет.

Принципы управления резервами

Принципы управления резервами[1] являются частью опубликованных в 2003 г. МВФ и Мировым банком принципов управления государственным долгом. Они представляют собой описание наилучшей мировой практики в этой области, которой следуют многие страны мира, проводящие стабильную политику управления резервами. Основные принципы управления сводятся к следующим:

1. Цели. Управление резервами обычно направлено на: обеспечение наличия в стране достаточного уровня резервов для решения макроэкономических задач; на сокращение кредитного, рыночного и других рисков, которым может подвергаться экономика страны; на получение доходов на инвестированные резервы. Стратегия управления резервами должна соответствовать экономической политике страны и ее валютному механизму, учитывать динамику развития внешнего долга.

2. Транспарентность и подотчетность. Задачи и механизм управления резервами, система взаимоотношений органов, отвечающих за это, должны быть ясными и, по возможности, публиковаться в печати. Информация об официальных валютных резервах страны должна обнародоваться уполномоченным на то органом по заранее объявленному графику. Проверка управления резервами составляет часть ежегодного аудита ЦБ.

3. Институциональная структура. Для управления резервами внутренние механизмы, система отчетности и контроля в ЦБ или другого органа, управляющего резервами, должны быть четко определены. Управление резервами должно опираться на хорошо подготовленные кадры, которые обязаны соблюдать кодекс поведения и не допускать конфликта личных и государственных интересов. Технологические системы управления резервами должны дублироваться на случай технических неполадок, катастроф и других технологических сбоев.

4. Управление рисками. ЦБ должен располагать системой управления рисков, которая позволяла бы оценивать риски, связанные с размещением резервов и их инвестированием. Такая система обеспечивает слежение за рисками в постоянном режиме, поскольку состав и относительный масштаб рисков могут изменяться ежедневно, и позволяет проведение стресс-тестов для определения потенциального воздействия на уровень риска от возможных макроэкономических и финансовых шоков. Под риском понимается степень вероятности финансовых и иных потерь, появляющаяся при управлении резервами (*вставка 10.1*).

[1] Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management, IMF, 2001, дополнения были внесены в 2003 г. Полный текст документа со всеми последними изменениями находится по адресу: www.imf.org/external/np/mfd/pdebt.

Вставка 10.1. Некоторые типы рисков, возникающих при управлении резервами

Валютный риск (currency risk) – риск неблагоприятных изменений в кросс-курсах иностранных валют, в результате которых снижается стоимость иностранных резервов, выраженных в национальной валюте.

Дилерский риск (dealing risk) – риск превышения дилером своих полномочий при проведении операций по размещению резервов на рынке.

Кредитный риск (credit risk) – риск невыполнения обязательств заемщиком или дефолта заемщика по полученным кредитам или другим активам.

Риск ликвидности (liquidity risk) – риск возникновения трудностей с быстрой реализацией активов на большие суммы, в результате чего их невозможно быстро обратить в ликвидные средства, необходимые для внешних платежей.

Операционный риск (operational risk) – риски, связанные со сбоями во внутренних системах расчета, контроля, которые препятствуют быстрому использованию резервов.

Процентный риск (interest rate risk) – неблагоприятное изменение процентной ставки по одолженным резервам, в результате чего доход от процента снижается.

Расчетный риск (settlement risk) – риск того, что партнер по размещению резервов не произведет расчеты своевременно.

Попечительский риск (custodial risk) – риск того, что хранитель ценных бумаг, составляющих резервы, не может доставить их вовремя для реализации на рынке и получения ликвидности.

Суверенный риск (sovereign risk) – риск того, что правительство другой страны ограничит доступ владельца к находящейся там части резервов, которые хранятся в виде государственных долговых обязательств или других ценных бумаг этой страны.

При принятии решения о валютной композиции резервов надо учитывать валютный, процентный и кредитный риски. Снизить валютный риск можно, используя один из следующих способов.

Процентный риск является одним из наиболее существенных рисков при управлении резервами, поскольку резервы обычно инвестируются в облигации, доходность по которым меняется в зависимости от изменения процентной ставки. Чувствительность к изменению процентной ставки обычно оценивается на базе показателя дюрации.

@ *Дюраця (duration)* – приблизительный показатель чувствительности цены облигации к изменениям рыночных процентных ставок и, следовательно, доходности облигации к погашению.

Он определяется как

$$D = \frac{\sum_{t=1}^{n} \frac{tCF_t}{(1+r)^t} + \frac{nF}{(1+r)^n}}{\sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{F}{(1+r)^n}}, \qquad (10.1)$$

где

CF_t – величина платежа по купону в периоде t;

F – сумма погашения (как правило – номинал);

n – срок погашения;

r – процентная ставка (норма дисконта), равная доходности к погашению ($r = YTM$).

Дюрация является средневзвешенной переменной из периодов поступлений по облигации. Используемые при этом веса представляют собой долю каждого дис-

контированного платежа в приведенной стоимости всего потока.

Тем самым дюрация – срок одного платежа, который имеет приведенную стоимость, равную приведенной стоимости всего потока платежей по облигации. Измеряет степень изменения цены облигаций, в которые инвестированы резервы, при изменении их доходности на 1 процентный пункт. Облигации с меньшей дюрацией менее чувствительны к изменению процентных ставок, чем облигации с большей дюрацией, и поэтому считаются более надежным инструментом для инвестирования резервов.

Дюрация рассчитывается по каждому активу, в который инвестированы резервы, и затем взвешивается по относительной доле каждого актива в совокупной чистой текущей стоимости инвестиционного портфеля ЦБ. Дюрация может быть выражена в любом временно́м периоде – годах, кварталах, месяцах, днях. Считается, что показатель дюрации улавливает 70–90% риска от изменения процентной ставки.

Кредитный риск возникает при выдаче кредитов или депонировании резервов за пределами ЦБ – в национальных коммерческих банках или за рубежом. Он может заключаться в неплатежеспособности отдельных банков или введении мер валютного контроля, которые препятствуют обратному переводу резервов из-за рубежа. Кредитный риск уменьшается с помощью трех основных мер: диверсификации депозитов между банками и странами, депонировании только в тех банках и странах, которые отвечают наивысшим стандартам кредитной надежности (с рейтингом AAA), использовании ясной методологии текущей оценки рисков. В практических целях в ЦБ вводится внутреннее регулирование, определяющее, какую долю резервов ЦБ имеет право разместить в частных банках и других финансовых институтах, в каких именно типах депозитов или ценных бумаг и в каких странах.

Итак, валютный состав резервов зависит от основных целей резервной политики властей: поддержания избранного режима валютного курса или осуществление внешних платежей в экстремальной ситуации. Исходя из поставленных целей резервной политики, возможны различные варианты определения валютного состава резервов: соответствия валютного состава резервов валютному составу краткосрочного долга; максимизации дохода на инвестиции валютных резервов и минимизации риска таких инвестиций; соответствия валютного состава резервов валютной деноминации или географической структуре импорта; определения состава резервов на основе минимизации стоимости их поддержания. Для мониторинга валютного состава резервов часто устанавливаются контрольные показатели распределения валют – целевые показатели валютного состава резервов, при отклонении от которых должны осуществляться корректировочные меры. Управление резервами включает определение целей их поддержания, механизмов транспарентности и подотчетности, создание соответствующей институциональной структуры, использование механизмов управления рисками.

4. РЕЗЮМЕ

1. Валютная ликвидность представляет собой валютные ресурсы, находящиеся в распоряжении органов денежного управления и центрального правительства, которые могут быть использованы для осуществления платежей в течение двух рабочих дней. Международные резервы – часть валютной ликвидности, те международные активы, которые имеются в распоряжении и эффективно контролируются органами денежного управления и могут быть использованы для прямого финансирования платежных дисбалансов, интервенций на валютном

рынке, влияния на курс национальной валюты или других целей. В число официальных резервных активов страны включаются только иностранная валюта в виде наличных, ценных бумаг и депозитов; резервная позиция в МВФ, запасы СДР, золото и другие ликвидные и доступные по первому требованию активы, деноминированные в иностранной валюте. Золото, хотя и включается в состав резервов, не считается наиболее эффективным их компонентом.

2. Следующие характеристики экономики анализируемой страны наиболее важны при вынесении суждения о степени адекватности резервов: тип режима валютного курса, степень гибкости внутренних процентных ставок, степень доступа к краткосрочным валютным кредитам из-за рубежа, степень открытости финансового счета и счета движения капитала платежного баланса, масштабы сезонных колебаний импорта, уровень колебаний основных статей валютных поступлений, изменчивость уровня резервов в исторической ретроспективе. Существуют три основных способа измерения адекватности резервов: отношение резервов к импорту, показывающее, сколько месяцев страна сможет продолжать обычный импорт, если она лишится всех остальных источников финансирования; отношение резервов к широким деньгам, показывающее потенциальную возможность властей противостоять утечке капитала; отношение резервов к краткосрочному долгу, показывающее способность страны оплатить свои внешние обязательства. В то время как первый способ является традиционным, последний используется все чаще в практике стран, вовлеченных в интенсивное движение капитала.

3. Определение валютного состава резервов зависит от основных целей резервной политики властей: поддержания избранного режима валютного курса или осуществления внешних платежей в экстремальной ситуации. Исходя из поставленных целей резервной политики, возможны различные варианты определения валютного состава резервов: соответствие валютного состава резервов валютному составу краткосрочного долга, максимизация дохода на инвестиции валютных резервов с минимизацией риска таких инвестиций, соответствие валютного состава резервов валютной деноминации импорта, определение состава резервов на основе минимизации стоимости их поддержания. Для мониторинга валютного состава резервов часто устанавливаются контрольные показатели валютного состава резервов, при отклонении от которых должны предприниматься корректировочные меры. Управление резервами включает определение целей их поддержания, механизмов транспарентности и подотчетности, создание соответствующей институциональной структуры, установление механизмов управления рисками.

5. КОНТРОЛЬНЫЕ ЗАДАНИЯ

Вопросы для повторения

1. Дайте определение валютной ликвидности. Какие валютные активы включаются в валютную ликвидность?

2. Что такое международные резервы?

3. Какие валютные активы не входят в состав международных резервов?

4. Как режим валютного курса влияет на размер и состав международных резервов?

5. Почему размер необходимых валютных резервов зависит от степени гибкости внутренних процентных ставок?

6. Как наличие механизмов по контролю за международным движением капитала влияет на уровень необходимых резервов?

7. От колебания каких сезонных показателей зависит необходимый уровень резервов?

8. Дайте определение адекватному уровню резервов как их отношению к импорту. Какой объем резервов считается адекватным по этому показателю?

9. Что показывает измерение адекватности резервов по отношению к денежной массе?

10. Что показывает измерение адекватности резервов по отношению к краткосрочному долгу?

11. Какие компоненты должны включаться в состав краткосрочного внешнего долга для целей расчета необходимого уровня резервов?

12. Какой уровень резервов считается адекватным при их расчете по отношению к внешнему долгу?

13. Дайте определение валютному составу резервов.

14. Какие основные параметры резервной политики влияют на решение о валютном составе резервов?

15. Каковы возможные варианты определения валютного состава резервов?

16. Должен ли валютный состав резервов соответствовать валютной деноминации внешнего долга и импорта?

17. Для чего устанавливаются контрольные показатели валютного состава резервов?

18. Каков текущий состав международных резервов?

19. Назовите основные принципы управления резервами.

20. Какие основные риски возникают при управлении резервами?

21. Что такое дюрация при исчислении кредитного риска?

Ответы на выбор

22. Международные резервы входят в состав:

a. Валютной ликвидности.

b. Чистых запасов иностранной валюты.

c. Чистого движения иностранной валюты.

d. Валютных активов.

23. Валютная ликвидность включает:

a. Запасы иностранной валюты, но не ее потоки.

b. Только предусмотренные поступления и платежи в иностранной валюте.

c. Валютные требования и обязательства перед нерезидентами и резидентами.

d. Только потоки иностранной валюты, включенные в баланс.

24. Международные резервы отличаются от валютной ликвидности тем, что резервы исключают:

a. Валютную ликвидность в распоряжении центрального банка.

b. Все требования в иностранной валюте к резидентам.

c. Все балансовые операции в иностранной валюте.

d. Все международные обязательства страны в иностранной валюте.

25. В число резервов входят:

a. Деноминированные в иностранной валюте акции частных предприятий.

b. Недвижимость.

c. Операции репо и прочие реверсные операции с иностранной валютой, не связанные с ограничениями по срокам возврата.

d. Фьючерсы и опционы на товары в иностранной валюте.

26. Степень гибкости внутренних процентных ставок важна при определении адекватного уровня международных резервов, поскольку:

a. ЦБ может повлиять на курс национальной валюты путем изменения ставки рефинансирования, и резервов требуется больше.

b. ЦБ не может повлиять на курс национальной валюты путем изменения ставки рефинансирования, и резервов требуется больше.

c. ЦБ не может повлиять на курс национальной валюты путем изменения ставки рефинансирования, и резервов требуется меньше.

d. ЦБ может повлиять на курс национальной валюты путем изменения ставки рефинансирования, и резервов требуется меньше.

27. При расчете показателя адекватности уровня резервов по отношению к уровню импорта под импортом понимается:

a. Уровень импорта в течение прошлых 12 месяцев.

b. Прогнозируемый уровень импорта товаров и платежей за услуги в течение следующих 12 месяцев с даты, на которую оценивается адекватность резервов.

c. Реальный импорт товаров и услуг за прошлый период.

d. Валовые платежи за услуги и импорт, платежи, получаемые в качестве помощи, и средства от транзита.

28. При расчете показателя адекватности уровня резервов по отношению к уровню краткосрочного долга в состав краткосрочного долга включаются:

a. Вся задолженность во всех формах и валютах нерезидентам.

b. Вся задолженность во всех формах и валютах резидентам.

c. Долговые инструменты, находящиеся у нерезидентов, выраженные только в иностранной валюте.

d. Долговые инструменты, находящиеся в распоряжении частного сектора.

29. Решение о валютном составе резервов принимается с учетом следующих факторов:

a. Характера режима валютного курса.

b. Валютной деноминации ключевого импорта.

c. Валютной деноминации выручки от экспорта.

d. Состояния платежного баланса в целом.

Проблемы для обсуждения

30. В пресс-релизе ЦБ России от 30 января 2003 г. говорится: «Основной целью деятельности по управлению резервами является обеспечение оптимального сочетания сохранности, ликвидности и поддержания доходности резервных активов. В этой связи Банк России при определении целевой валютной структуры резервов не руководствуется текущей курсовой конъюнктурой мировых валютных рынков. К основным критериям, на основе которых принимается решение о целевой валютной структуре валютных резервов, относятся: валютная структура внешнего долга Российской Федерации, в том числе структура платежей в краткосрочной перспективе, структура основных мировых рынков государственных облигаций и ряд других факторов. Решение о целевой валютной структуре резервов принимается Советом директоров Банка России». Выскажите ваше мнение о соответствии резервной политики ЦБ России мировой практике.

31. В соответствии с Положением ЦБ: «Основными принципами управления валютными резервами Банка России являются золотовалютные резервы, которые представляют собой высоколиквидные финансовые активы, находящиеся в распоряжении Банка России и Минфи-

на России по состоянию на отчетную дату. Они складываются из монетарного золота, специальных прав заимствования (СДР), резервной позиции в МВФ и иностранной валюты. Понятие «иностранная валюта» охватывает валютные активы Банка России и Минфина России в форме наличных денег, обратных счетов репо с нерезидентами, банковских депозитов в банках-нерезидентах с рейтингом не ниже А по классификациям *Fitch* и *Standard and Poor's* или А2 по классификации *Moody's*; а также в форме государственных и других ценных бумаг, выпущенных нерезидентами, имеющими аналогичный рейтинг. Из перечисленных активов вычитается сумма, эквивалентная остаткам в иностранной валюте на корреспондентских счетах банков-резидентов в Банке России, кроме средств, предназначенных для обслуживания государственного внешнего долга, выданных Внешэкономбанку Банком России».

Все ли компоненты международных резервов учитываются в этом Положении?

32. В 2000 г. британская газета «Файнэншл таймс» сообщила, что в 1997 г. и начале 1998 г. Национальный банк Украины (НБУ) был замешан в финансовых операциях, предпринятых с целью «облагородить» баланс банка. НБУ якобы тайно вкладывал валютные резервы в рискованные операции. По меньшей мере 600 млн. долл. резервов НБУ, размещенных на счетах в швейцарском инвестиционном банке «Креди Сюисс Ферст Бостон», были инвестированы в рискованные проекты или неликвидные активы. Валютные резервы НБУ направлял на покупку украинских гособлигаций для поддержания рынка. В другом случае НБУ провел 150 млн. долл. через несколько счетов и столько же раз отразил их в отчетности по резервам. Подобная ситуация почти полностью повторяет российскую историю с вложением резервов ЦБ на рынке ГКО.

Выскажите ваше мнение по поводу влияния таких операций на реальный уровень резервов.

Задачи

33. Используя последние данные о международных резервах Канады на сайте Министерства финансов Канады (http://www.fin.gc.ca/fin-eng.html):

a. Рассчитайте показатель адекватности резервов в отношении объема импорта и краткосрочного долга. Каково ваше мнение о степени адекватности резервов?

b. Рассчитайте относительный вес отдельных активов в составе резервов. Какие выводы можно сделать из этих расчетов?

c. Канада держит существенную часть своих резервов на депозитах. Где находятся эти депозиты?

d. Как изменился состав резервов Канады за последний месяц? Чем объясняется такая динамика?

e. Рассчитайте относительный вес отдельных валют в резервах Канады. Как изменился валютный состав резервов в последний месяц и почему?

f. В чем заключаются особенности учета валютных резервов в Канаде и чем они отличаются от описанного в этой главе?

34. По данным сайта ЦБ России http://www.cbr.ru/ проанализируйте текущую статистику и методологию расчета международных резервов страны. Особое внимание обратите на следующие вопросы:

a. Из каких ключевых компонентов состоят международные резервы?

b. Каково влияние кросс-курсов на уровень резервов, выраженный в долларах?

c. Какова частота публикации данных о резервах?

d. Почему начиная с 1 августа 2002 г. данные о международных резервах были уменьшены на сумму краткосрочных

обязательств ЦБ России, номинированных в свободно конвертируемых валютах?

e. Как изменилась доля отдельных валют – особенно евро – в валютном составе резервов? С чем связаны такие изменения?

f. Как начиная с 1997 г. изменялась методология расчета объема международных резервов? Приближается ли она к международно принятым нормам?

g. По какой цене учитывается золото в составе резервов?

35. Используя файл «Глава 10. Задачи», лист «Резервы», рассчитайте:

a. В строке 96: запасы международных резервов на конец каждого года, используя данные платежного баланса о потоках резервных активов в строке 87. Обратите внимание на то, что отрицательная величина означает увеличение резервов.

b. В строке 97: запасы международных резервов, выраженные в месяцах импорта товаров и услуг. Обратите внимание на то, что данные платежного баланса представлены на конец каждого года, а не месяца.

c. Как изменялась обеспеченность страны резервами? Какими факторами объясняются колебания?

d. На каком уровне предполагается сохранять резервы в течение прогнозируемого периода? Адекватен ли этот уровень для страны с фиксированным валютным курсом?

36. Загрузите с сайта ЦБ России www.cbr.ru/statictics последнюю таблицу «Оценки предстоящих измерений международных резервов органов денежно-кредитного регулирования РФ»:

a. Каков номинальный объем международных резервных активов России?

b. Рассчитайте резервы в месяцах импорта по отношению к краткосрочному долгу в процентах от широких денег.

c. Рассчитайте относительный вес каждого компонента в общем объеме резервов. Как изменилась их структура в последние три года?

d. Каков валютный состав резервов? Какие валюты входят в корзину СДР?

e. Как повлияют предопределенные изменения резервов на их объем в ближайший месяц, квартал и год?

Мысли великих

Опыт получения доказательства своей полной неправоты очень полезен. Ни один экономист не должен отказываться от него, и ни один и не отказывается.

Джон Кеннет Гэлбрейт,
американский экономист

На досуге

Диалоги об экономике:

– Что требуется, чтобы быть хорошим экономистом?
– Ясное понимание очевидного!

– В чем разница между экономикой и математикой?
– Математика непостижима, а экономика просто не имеет смысла!

– Почему акулы не нападают на экономистов?
– Профессиональная вежливость!

Непереводимая игра слов

– What is the difference between a finance major and an economics major?
– Opportunity cost!

Заключение

В экономике, как любой общественной науке, не существует логики доказательства, существует логика опровержения.

Карл Поппер (1902–1994), австрийский философ

Подведем итоги.

Макроэкономический анализ в прикладных целях делит экономику на четыре сектора: реальный, фискальный, монетарный и внешний. Эта часть учебника посвящена анализу и программированию только двух секторов – монетарного и внешнего, и только ключевых элементов каждого из них. Ключевые элементы монетарного сектора, которые играют первостепенную роль в прикладном анализе, включают состояние ликвидности в целом, имеющиеся в наличии инструменты денежной политики, факторы, определяющие спрос на деньги и их предложение, а также инфляцию и дефляцию как в основном денежные феномены. Ключевые элементы внешнего сектора – платежный баланс, внешнеторговая и инвестиционная политика, валютный курс и валютные резервы.

1. **Ликвидность**. Анализ денежного сектора начинается с определения ликвидных активов, которые выполняют функцию денег в данной стране, их эмитентов и держателей. В состав широких денег, которые являются денежным агрегатом, всегда включаются национальная валюта и передаваемые депозиты. Резервные деньги – обязательства органов денежного управления – не являются денежным агрегатом, поскольку не отражают предложение денег в целом и содержат компоненты, не входящие в состав широких денег. Органы денежного управления в большинстве стран состоят только из Центрального банка, чей баланс, представленный в аналитической форме, является исходным пунктом анализа. Агрегирование балансов коммерческих банков с балансом ЦБ позволяет составить обзор денежной сферы и проанализировать основные факторы, влияющие на денежную ликвидность. Анализ этих факторов в стране с фиксированным и плавающим валютными курсами имеет свои особенности.

2. **Инструменты денежной политики.** Цели денежной политики обычно включают поддержание стабильности цен, регулирование валютного курса и содействие достижениям целей роста и макроэкономической политики правительства. ЦБ располагает набором инструментов,

позволяющих ему обеспечивать достижение этих целей путем осуществления контроля за уровнем и структурой ликвидности в экономике. К основным инструментам относятся операции на открытом рынке, постоянно действующие механизмы и резервные требования. Операции на открытом рынке представляют собой куплю-продажу ЦБ государственных ценных бумаг и иных активов в целях управления денежной массой и чаще всего осуществляются в форме реверсной операции. Постоянно действующие механизмы денежной политики ЦБ активизируются по инициативе коммерческих банков и включают ломбардные кредиты для покрытия временной нехватки ликвидности у коммерческих банков, дисконтный механизм и привлечение депозитов. Процентная ставка, взимаемая ЦБ за ломбардные кредиты, является ориентиром для максимальной процентной ставки в экономике; процентная ставка, выплачиваемая ЦБ по привлекаемым депозитам, служит ориентиром для минимальной процентной ставки. Норма обязательного резервирования представляет собой требование ЦБ по поддержанию банками определенных остатков на их счетах в ЦБ с целью гарантирования наличия у них средств при повышении спроса на депозиты со стороны вкладчиков банков и для достижения целей денежной политики. По мере развития операций на открытом рынке роль этого инструмента денежной политики сокращается.

3. **Спрос на деньги.** При анализе спроса на деньги используются два основных подхода – количественный (включающий классический, кембриджский и монетаристский варианты) и предпочтение ликвидности (включающий кейнсианский и неокейнсианский варианты). Вычисляемые модели спроса на деньги – количественная и функциональная в общем следуют теоретическим моделям. На их основе можно дать примерную количественную оценку спроса на деньги в будущий период, чаще всего до конца текущего года и на следующий год. Количественная модель может быть вычислена безо всяких модификаций и поэтому, несмотря на существенные изъяны, часто используется для приблизительной оценки потенциального спроса на деньги в будущий период. Функциональная модель прагматически ставит спрос на деньги в некоторую функциональную зависимость от очевидных факторов – уровня цен, реального ВВП, процентных ставок, ожидаемой инфляции и валютного курса. Функция спроса на деньги в стабильных странах должна моделироваться эконометрически в соответствии со статической или динамической спецификацией. Зависимой переменной всегда является спрос на реальные деньги. Правильный выбор статистического показателя, которым измеряются независимые переменные, – важный этап моделирования, влияющий на предложение денег.

4. **Предложение денег.** Создавая предложение денег, ЦБ ставит перед собой оперативную цель контроля над резервными деньгами, промежуточную цель влияния на динамику широких денег и конечную цель согласования денежной политики с прогнозируемым ростом реального ВВП и намечаемым уровнем инфляции. Трансмиссионный механизм денежной политики выглядит следующим образом: инструменты → резервные деньги → мультипликатор → широкие деньги → скорость обращения широких денег → ВВП. В практических целях программирования предложения денег обычно используется правило соответствия роста денежной массы росту номинального ВВП. Степень контроля ЦБ над резервными деньгами зависит от режима валютного курса, степени независимости ЦБ от правительства и политики правительства по финансированию дефицита бюджета. Денежный мультипликатор представляет собой отношение широких денег к резервным деньгам и показывает, насколько увеличивается предложение денег при увеличении резервных денег на

единицу. Предложение широких денег зависит от факторов, влияющих на резервные деньги и мультипликатор. Факторы, воздействующие на предложение денег, могут быть разделены на контролируемые и неконтролируемые ЦБ – зависящие от поведения банков, правительства, вкладчиков и небанковских предприятий. Программирование предложения денег включает прогнозирование обзора денежной сферы, счетов органов денежного управления и консолидированного баланса коммерческих банков. Программа денежного сектора должна ответить на вопрос, какой объем предложения денег останется частному сектору после того, как будут удовлетворены потребности в кредите всех остальных секторов и, прежде всего, правительства.

5. **Инфляция и дефляция.** Инфляция – многофакторный, но преимущественно денежный феномен – представляет собой рост совокупного уровня цен. Идентификация источников инфляции основана на данных о росте денежной массы, государственного и частного потребления, изменении валютного курса, уровне зарплат, системе их индексации, стоимости сырья, уровне внутреннего налогообложения, уровне импортных пошлин, дерегулировании контролируемых цен, сезонных колебаниях цен и существующих структурных диспропорциях в экономике. Эконометрическое моделирование инфляции может осуществляться на базе однофакторной модели, в которой текущее значение инфляции зависит только от различных комбинаций ее значения в прошлом, и многофакторной модели, которая по возможности идентифицирует все основные источники, влияющие на инфляцию, как внутри страны, так и из-за рубежа. Для контроля инфляции некоторые страны используют инфляционое таргетирование – поддержание заранее объявленного уровня инфляции и использование инструментов денежной и бюджетной политики для достижения этой цели. Механизм инфляционного таргетирования состоит из установления инфляционного ориентира, прогнозирования инфляции и осуществления мер макроэкономической политики для обеспечения достижения инфляционной цели. Во времена депрессии может возникать обратный инфляции процесс – дефляция – продолжительное падение общего уровня цен, в результате чего экономику становится невозможно стимулировать методами денежной политики, стоимость обслуживания государственного и корпоративного долга возрастает, увеличивается количество банкротств и неоплаченных займов. Антидефляционные меры включают правильное установление инфляционной цели, а также стимулирующие меры денежной и фискальной политики наряду с девальвацией валютного курса и структурными реформами.

6. **Платежный баланс.** Платежный баланс представляет собой статистический отчет об операциях между резидентами и нерезидентами страны за определенный период. Он состоит из счета текущих операций, показывающего результат взаимодействия страны в реальной сфере с внешним миром, который отражает внутренний баланс инвестиций и сбережений, и счета операций с капиталом и финансовых операций, показывающего источники финансирования текущих операций. Аналитическое представление платежного баланса отделяет баланс в целом от резервных активов. Такое представление позволяет отделить все движения реальных и финансовых ресурсов, которые не зависят от правительства и ЦБ, от движения резервных активов, которые находятся под контролем ЦБ. Анализ состояния текущего баланса подразумевает определение степени платежеспособности страны и экономически приемлемого уровня текущего баланса. Прогноз платежного баланса строится на базе прогноза экзогенных для анализируемой страны показателей, прогноза ряда ее ключевых эндогенных показателей и принятия допущений об их возможной среднесрочной динамике.

Прогноз осуществляется постатейно и основывается на окончательных данных за исторический период, предварительных данных за прошлый год и осуществляется на конец текущего года и на ближайшие пять лет. Методы прогноза включают: простое предположение о неизменности показателя, использование собранной путем опроса информации о предполагаемой динамике его развития, предположение о постоянстве доли прогнозируемого показателя от ВВП, экспорта или другого макроэкономического показателя, сохранение линейного тренда прошлых лет, построения и оценки эконометрической модели. Каждая статья платежного баланса может прогнозироваться со стороны как спроса, так и предложения.

7. **Внешнеторговая политика.** Торговая политика современного государства должна строиться на четырех принципах: защите национального рынка с помощью тарифов, снижении и связывании тарифов, режиме наибольшего благоприятствования, национальном режиме. Анализ торговой политики требует освещения институциональных и правовых аспектов торгового режима; детального изучения мер торговой политики, непосредственно влияющих на импорт и экспорт; внутренних мер, влияющих на торговлю, а также торговой политики в основных отраслях. Меры импортной торговой политики включают содействие торговле, тарифы и прочие сборы, меры нетарифного регулирования и контроля, технические барьеры в торговле, чрезвычайные меры и меры, связанные с государственным участием в торговле. Меры экспортной торговой политики включают экспортные тарифы и прочие экспортные сборы, нетарифное регулирование и контроль, содействие экспорту, налоговые льготы и меры государственного вмешательства в экспорт. К числу внутренних экономических мер, которые могут влиять на торговую политику, относятся налоговый режим, инвестиционный режим, режим охраны прав интеллектуальной собственности и политика в области конкуренции. При анализе секторальных мер внешнеторговой политики необходимо установить вклад ключевых секторов в ВВП, внешнюю торговлю и занятость; определить особенности тарифного и нетарифного регулирования каждого из секторов. С точки зрения регулирования особенно важны сельское хозяйство, услуги и текстиль.

8. **Инвестиционная политика.** Международные инвестиции составляют часть счета операций с капиталом и финансового счета в платежном балансе. При широком определении инвестиций под инвестициями понимаются любые активы, как пересекающие границу, так и уже находящиеся в стране. При узком определении под инвестициями понимаются только прямые зарубежные инвестиции. Анализ инвестиционного режима включает описание новейших тенденций в области иностранных инвестиций; правил допуска иностранных инвестиций и создания предприятий с иностранными инвестициями; стандарты отношения к инвестициям; специальные правила отношения к прямым инвестициям; механизмы защиты и стимулирования прямых инвестиций; описание инвестиционных возможностей в ключевых отраслях. Существуют три основных стандарта обращения с иностранными инвестициями – национальный режим, режим наибольшего благоприятствования и справедливое и равное обращение. Практически все страны в той или иной степени ограничивают движение капитала в связи с проблемами с платежным балансом, необходимостью защиты незрелого внутреннего финансового рынка от иностранной конкуренции и укрепления пруденциального надзора за финансовым сектором. Либерализация капитального счета приводит к улучшению международного распределения ресурсов, но и связана со многими рисками. Либерализация должна быть скоординирована с другими мерами макроэкономической политики и чаще всего осуществляется в три этапа: либерализация притока долгосрочных инвестиций,

либерализация притока краткосрочных инвестиций и оттока долгосрочных инвестиций, либерализация оттока краткосрочных инвестиций.

9. **Валютный курс.** Категоризация фактически проводимого режима валютного курса в анализируемой стране между жестко фиксированным, плавающим и промежуточным – исходный пункт анализа валютной политики. Тенденция последних лет заключается в росте количества стран с фиксированным и плавающим курсами и сокращении числа стран с промежуточными режимами курса. В аналитических целях валютный курс может быть представлен в форме номинального двустороннего курса, номинального эффективного курса, реального двустороннего курса и реального эффективного курса. Последний показатель имеет наибольшую аналитическую ценность. Практическая оценка равновесного курса делается обычно на основе паритета покупательной способности валюты, который применим при расчете значения валютного курса на долгосрочную перспективу в странах с высокой и галопирующей инфляцией. Он также может оцениваться на основе макроэкономического баланса, который используется наиболее активно в странах с фиксированным курсом для определения необходимого масштаба девальвации, или эконометрической модели. Выбор режима валютного курса зависит от приоритетов экономической политики, которые обычно включают сокращение инфляции, поддержание конкурентоспособности национальных товаров на мировом рынке, обеспечение макроэкономической стабильности, проведение независимой денежной политики, регулирование потоков капитала или избежание нежелательных политических последствий. Девальвация как способ корректировки завышенного фиксированного валютного курса заключается в уменьшении количества иностранной валюты, которое можно купить за единицу национальной валюты.

10. **Международные резервы.** Международные резервы – часть валютной ликвидности, международные активы, которые имеются в распоряжении и эффективно контролируются органами денежного управления и могут быть использованы для прямого финансирования платежных дисбалансов, интервенций на валютном рынке, влияния на курс национальной валюты или других целей. В число официальных резервных активов страны включаются только иностранная валюта в виде наличных, ценных бумаг и депозитов; резервная позиция в МВФ, запасы СДР, золото и другие ликвидные и доступные по первому требованию активы, деноминированные в иностранной валюте. При вынесении суждения о степени адекватности резервов обычно принимаются во внимание тип режима валютного курса, степень гибкости внутренних процентных ставок, степень доступа страны к краткосрочным валютным кредитам из-за рубежа, степень открытости финансового счета и счета движения капитала платежного баланса, масштабы сезонных колебаний импорта, уровень колебаний основных статей валютных поступлений, волатильность уровня резервов в прошлом. Величина резервов измеряется отношением резервов к импорту, широким деньгам и к краткосрочному долгу. Цели резервной политики обычно заключаются в поддержании избранного режима валютного курса или обеспечении финансирования платежного баланса в экстремальной ситуации. Исходя из целей, валютный состав резервов может определяться на базе принципов соответствия валютного состава резервов валютному составу краткосрочного долга, максимизации дохода на инвестиции валютных резервов с минимизацией риска таких инвестиций, соответствия валютного состава резервов валютной деноминации импорта, минимизации стоимости их поддержания.

И все же, о чем эта книга?

Прикладная макроэкономика – не наука. Это искусство. Искусство анализа

и управления экономикой большого и сложного объекта, в данном случае страны. Монетарный и внешний – два из четырех секторов, на которые условно можно разделить макроэкономику любой страны. Их анализ состоит в сборе наиболее точной информации за прошедший год, по возможности наиболее точной оценке состояния дел в текущем году и ориентировочного прогноза на среднесрочную перспективу. Основным инструментом макроэкономического анализа является суждение. Выносимое суждение, в свою очередь, основывается на использовании политэкономических, логических, математических, статистических и эконометрических инструментов анализа, применение которых проиллюстрировано в учебнике на конкретных примерах. Основная цель макроэкономического анализа – вскрыть детерминанты экономического роста в данной стране, или – более широко – ее социально-экономического развития, факторы, ему препятствующие, и меры, их устраняющие. Теоретическая основа макроэкономического анализа эклектична и, если имеющиеся инструменты позволяют находить удовлетворительные ответы на практические вопросы, принципиально не важна. Значение имеет результат экономического развития – стабильный рост благосостояния людей.

В данном учебнике мы занимались только двумя важными частями макроэкономического анализа – монетарной и внешнеэкономической политикой. Поэтому его можно скорее назвать финансовым программированием. Об анализе реального и фискального секторов экономики и взаимосвязи всех секторов между собой – в следующей книге.

Автоматическое импортное лицензирование (automatic import licensing) – выдача лицензий в любом случае, если соблюдены правила подачи заявления.

Автономное предложение ликвидности (autonomous liquidity supply) – предложение денег, обусловленное спросом на деньги и не контролируемое ЦБ.

Активы первого уровня (tier one assets) – долговые инструменты, торгуемые на рынке.

Активы второго уровня (tier two assets) – активы, помимо активов первого уровня, торгуемые и не торгуемые на рынке, значимые для финансовой системы данной страны.

Антидемпинговые меры (antidumping measures) – импортные пошлины сверх обычных таможенных пошлин, которые могут накладываться на импорт конкретного товара в случае, если факт его демпинга доказан в соответствии с правилами ВТО.

Баланс денежных властей/Центрального банка (monetary authorities'/central bank balance sheet) – основанное на бухгалтерском балансе ЦБ агрегированное аналитическое представление его счетов или счетов денежных властей в целом.

Баланс международных инвестиций (international investment balance) – производный от платежного баланса статистический отчет, показывающий накопленные запасы внешних финансовых активов и обязательств страны.

Банковские чеки (bank checks) – чеки, выпущенные банками как средство платежа.

Быстрый тендер (quick tender) – тендер, осуществляемый в течение 1 часа.

Валютная ликвидность (foreign currency liquidity) – валютные ресурсы, находящиеся в распоряжении денежных властей и центрального правительства, которые могут быть использованы для осуществления платежей в течение двух рабочих дней.

Валютное правление (currency board) – режим валютного курса, при котором ЦБ обязуется поддерживать объем национальной валюты в обращении равным объему резервов иностранной валюты и обменивать национальную валюту на иностранную по фиксированному курсу.

Валютные ограничения (exchange restrictions) – законодательные ограничения на осуществление или получение платежей в иностранной валюте.

Валютный риск (currency risk) – риск неблагоприятных изменений в кросс-курсах иностранных валют, в результате которых снижается стоимость иностранных резервов, выраженных в национальной валюте.

Валютный состав резервов (currency composition of reserves) – валюты и дру-

гие валютные активы, входящие в состав резервов.

Валютный союз (currency union) – валютный режим без независимой национальной валютной единицы, при котором страны, входящие в валютный союз, принимают общую валюту в качестве единого платежного средства.

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.

Вертикальные ограничения (vertical restraints) – монопольные соглашения между производителями и дистрибьюторами продукции.

Взаимный национальный режим (mutual national treatment) – взаимные обязательства стран, заключающих инвестиционное соглашение относительно предоставления инвестициям из страны-партнера национального режима.

Вздорожание (appreciation) – рост рыночной стоимости национальной валюты в иностранной валюте.

Внешнее равновесие (external equilibrium) – равновесие платежного баланса, при котором дефицит текущего баланса устойчиво финансируется притоком капитала, не приводящим к росту внешнего долга.

Внешнеторговые предприятия (foreign trade enterprises) – предприятия, специализирующиеся на внешней торговле определенной номенклатурой товаров, оставшиеся в некоторых странах с переходной экономикой.

Внутреннее равновесие (internal/domestic equilibrium) – баланс инвестиций и сбережений внутри страны, при котором производство находится на уровне своих потенциальных возможностей (избыточные мощности отсутствуют), а инфляция стабильна и не ускоряется.

Внутренние сельскохозяйственные субсидии (domestic agricultural subsidies) – сельскохозяйственные внутренние субсидии, рассчитанные на поддержку производства, которые условно делятся на «короба» разного цвета: от красного (запрещающего), к которому относятся только несельскохозяйственные субсидии, до зеленого (разрешающего).

Встроенная дефляция (embedded deflation) – падение цен, основанное на укоренившихся в сознании ожиданиях, глубоком убеждении в том, что общий уровень цен будет продолжать падать, независимо от проводимой правительством политики.

Географические индикаторы (geographical indicators) – надписи и знаки, позволяющие потребителю определить, что товар имеет качество, репутацию или иные характеристики, обычно относящиеся к определенному географическому району.

Гиперинфляция (hyper-inflation) – рост совокупного уровня цен в экономике, более чем на 50% в год.

Горизонтальные ограничения (horizontal restraints) – картельные соглашения между компаниями, производящими схожую продукцию с целью фиксации цен и ограничения конкуренции.

Государственная торговля (state trading) – торговля, осуществляемая государственными и негосударственными предприятиями, которые в силу полученных от государства привилегий через свои покупки и продажи могут оказывать воздействие на масштабы и направления экспорта и импорта.

Государственное право отбора (state discretion) – режим доступа иностран-

ных инвестиций на территорию страны, в соответствии с которым государство, по законодательству, может оставлять за собой право осуществлять отбор (*screening*) инвестиций до того, как они попадут на территорию страны.

Государственные закупки (public procurement) – приобретение товаров правительством и контролируемыми им агентствами для собственного потребления.

Двусторонние инвестиционные соглашения (bilateral investment agreement, BIT) – соглашения о продвижении и привлечении инвестиций, содержащие условия, которые страны обязались предоставлять взаимным инвестициям.

Девальвация (devaluation) – сокращение стоимости национальной валюты в иностранной валюте.

Денежная масса (money supply) – денежный агрегат, который ЦБ использует в качестве ориентира денежной политики в конкретной стране.

Депозитарные корпорации (depository corporations) – организации, которым в законодательном порядке разрешено привлекать депозиты и, принимая тем самым обязательство перед вкладчиками, эмитировать деньги.

Депозитные сертификаты (certificates of deposit) – ценные бумаги банков, которые можно продать на рынке за наличные деньги.

Депозитный механизм (deposit facility) – созданная ЦБ возможность внесения краткосрочных депозитов коммерческими банками на их счета в ЦБ.

Депозиты до востребования (demand deposits) – депозиты, которые могут быть получены владельцем по первому требованию и без потери стоимости.

Дезинфляция (disinflation) – снижение инфляции в результате принятия властями мер по сокращению инфляции.

Дефляция (deflation) – продолжительное и не зависящее от политики властей падение общего уровня цен в экономике, продолжающееся несмотря на то, что ставка процента снижена до нуля.

Дилерский риск (dealing risk) – риск превышения дилером своих полномочий при проведении операции по размещению резервов на рынке.

Дисконтный механизм (discount facility) – предоставление ЦБ постоянного финансирования банкам под залог приемлемых активов.

Долговые обязательства (debt securities) – облигации, инструменты денежного рынка и финансовые деривативы, которые подтверждают право кредитора на взыскание долга с должника.

Долгосрочные операции по рефинансированию (longer-term refinancing operations) – предоставление ЦБ долгосрочного финансирования банковскому сектору на базе существующих на рынке процентных ставок.

Долларизация (dollarization) – валютный режим с иностранной валютой в качестве денежной единицы, при котором национальные органы денежного управления не имеют контроля за внутренней денежной политикой.

Дорожные чеки (travelers checks) – чеки, выпущенные для платежей внутри страны.

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.

Другие депозиты (other deposits) – депозиты, обмениваемые на наличные деньги с ограничениями; акции кредитных союзов, реверсные сделки и другие депозиты в части, обратимой в наличные деньги; другие депозиты, принимаемые небанковскими организациями; другие депозиты местных органов власти в ЦБ.

Другие депозиты, используемые для платежей (other deposits used for payments) – кредитные и дебетовые карточки, акции кредитных союзов, другие средства платежа.

Другие инвестиции (other investments) – все остальные международные ивестиции, не включенные в прямые и портфельные инвестиции.

Другие пассивы (other liabilities) – кредиты, реверсные сделки, финансовые деривативы, текущие счета, легко обратимые в наличные деньги; займы, финансовые деривативы и акции денежных фондов.

Другие сборы (other charges) – дополнительные сборы с импортеров, повышающие цену импорта.

Дюрация (duration, D) – показатель чувствительности цены облигации к изменению рыночных процентных ставок.

«Желтый» короб (amber box) – разрешенные субсидии, которые подпадают под соглашение о сокращении (сельскохозяйственные субсидии) или могут оспариваться (несельскохозяйственные субсидии) по правилам ВТО.

Жестко фиксированные курсы (hard pegs) – курсы, привязанные через законодательно установленное или де-факто существующее количественное соотношение к иностранной валюте.

Запреты на импорт (import prohibitions) – перечень товаров, установленный в законодательстве, импорт которых не разрешается.

Защита инвестиций (investment protection) – правила и практика охраны интересов иностранных инвесторов от действий правительства принимающей страны, которые могут нанести ущерб интересам иностранного инвестора.

Защита национального рынка с помощью тарифов (tariff-based protection) – страны могут защищать свои внутренние рынки от иностранной конкуренции, но только с помощью тарифов, преимущественно адвалорных, и на разумно низком уровне.

«Зеленый» короб (green box) – разрешенные внутренние сельскохозяйственные субсидии.

Злоупотребление доминирующим положением (abuse of dominant position) – практика фирмы, занимающей доминирующее положение на рынке определенного продукта, по поддержанию, расширению и использованию такого положения.

Зона свободной торговли (free trade zone) – соглашения, устраняющие взаимные торговые барьеры, причем страны продолжают использовать свои национальные тарифы в отношении третьих стран.

Зоны экспортного производства, ЗЭП (export processing zones, EPZ) – определенные правительством территории с расположенными на них предприятиями, которым разрешен беспошлинный импорт сырья и материалов при условии, что конечный продукт будет экспортирован.

Измерение резервов в отношении к импорту (import-based measures of reserves) – резервы, выраженные в месяцах импорта, показывающие, сколько месяцев страна сможет продолжать обычный

импорт, если она лишится всех остальных источников финансирования.

Измерение резервов в отношении к деньгам (money-based measures of reserves) – отношение резервов к широким деньгам показывает потенциальную возможность утечки капитала.

Измерение резервов в отношении к долгу (debt-based measures of reserves) – отношение резервов к краткосрочному долгу, учитывая сроки его погашения, показывающие способность страны оплатить свои внешние обязательства.

Изъятия (waiver) – изъятие из определенных обязательств; предоставляемое члену ВТО, который выступил с соответствующим запросом, право не выполнять определенных обязательств по ВТО в течение года (для этого необходимы $^3/_4$ голосов членов ВТО).

Импортная доплата (import surcharge) – временно вводимые дополнительные сборы на импорт в дополнение к регулярным импортным пошлинам.

Импортное лицензирование (import licensing) – административная процедура, требующая предоставления заявления или другого документа, в дополнение к документам для таможенных целей, в соответствующий административный орган как условие разрешения импорта товара.

Импортные квоты (import quotas) – ограничения, налагаемые импортирующей стороной, на объем или стоимость импорта определенного товара.

Импортный контроль (import control) – импорт определенных товаров по разрешению и под непосредственным контролем государственных органов с целью соблюдения установленных правил импорта, но не его ограничения.

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 определяющих величину внешних активов и пассивов страны.

Иностранная валюта (foreign currency) – широко используемое средство платежа внутри страны.

Иностранные активы (foreign assets) – запасы иностранной валюты, золота, резервная позиция в МВФ, запасы СДР.

Иностранные пассивы (foreign liabilities) – краткосрочные обязательства ЦБ иностранным ЦБ, включая их депозиты, свопы, овердрафты, некоторые типы средне- и долгосрочного долга, включая кредиты, полученные от МВФ.

Инструменты денежной политики (monetary policy instruments) – набор средств в распоряжении ЦБ, позволяющий ему осуществлять контроль за уровнем и структурой ликвидности в экономике.

Инфляция (inflation) – рост совокупного уровня цен в экономике.

Инфляция, основанная на ожиданиях (expectation-based inflation), – рост цен из-за глубоко укоренившихся ожиданий роста цен или падения курса национальной валюты и неверия в их стабилизацию в обозримом будущем.

Инфляция, порождаемая издержками (cost-push inflation), – рост издержек производства, независимый от состояния совокупного спроса.

Инфляция, порождаемая спросом (demand-pull inflation), – рост цен, порождаемый устойчивым превышением совокупного спроса на товары и услуги над их совокупным предложением при существующем уровне цен.

Кампании за бережливость (frugality campaigns) – пропагандистские мероприятия, призывающие потребителей воздерживаться от приобретения иностранных товаров.

Капитальные трансферты (capital transfers) – трансферты, включающие передачу права собственности на основной капитал, связанные с приобретением или использованием основного капитала или предусматривающие аннулирование долга кредитором.

Кастодиальный риск (custodial risk) – риск того, что хранитель ценных бумаг, составляющих резервы, не может доставить их вовремя для реализации на рынке и получения ликвидности.

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 ценные бумаги (commercial paper) – ценные бумаги фирм, которые можно продать на рынке за наличные деньги.

Компенсационные меры (countervailing measures) – импортные пошлины сверх обычных таможенных пошлин, которые могут накладываться на импорт конкретного товара, в случае если факт его субсидирования доказан в соответствии с правилами ВТО.

Конечные цели денежной политики (ultimate target of monetary policy) – определенные в законе конечные цели макроэкономической политики (реальный рост, сокращение инфляции, стабильность валютного курса), достижение которых в существенной степени зависит от проводимой денежной политики.

Контролируемое предложение ликвидности (policy liquidity supply) – предложение денег, обусловленное спросом на деньги и контролируемое ЦБ.

Контролирующие советы по маркетингу (statutory/control marketing boards/ authorities) – предприятия, чаще всего в аграрном секторе, которые имеют монополию на производство, распределение и торговлю определенным видом сельхозпродукции.

Контроль за движением капитала (capital controls) – прямые или косвенные ограничения на межстрановое движение финансовых ресурсов, включенных в финансовый счет и счет движения капитала платежного баланса.

Контрольные показатели распределения валют (currency distribution benchmarks) – устанавливаемые ЦБ целевые показатели валютного состава резервов, при отклонении от которых должны приниматься корректировочные меры.

Копирайт (copyright) – исключительное право распоряжаться определенным произведением.

Коэффициент избыточных резервов к депозитам до востребования (excess reserves/demand deposits ratio $r_e = \frac{R_t^e}{D_d}$) – отношение избыточных резервов к депозитам до востребования.

Коэффициент наличные/депозиты (currency/deposit ratio, $c = \frac{C}{D}$) – отношение наличных денег к банковским депозитам.

Коэффициент резервы/депозиты (reserve/deposit ratio, $r = \frac{R}{D}$) – отношение банковских резервов к имеющимся у них депозитам.

Коэффициент срочных депозитов к депозитам до востребования (time deposit/demand deposit ratio, $b = \frac{D_t}{D_d}$) – отношение депозитов на срок к депозитам до востребования.

«Красный» короб (red box) – запрещенные несельскохозяйственные экспортные субсидии.

Кредитный риск (credit risk) – риск невыполнения обязательств заемщиком или дефолта заемщика по полученным кредитам или другим активам.

Ликвидность (liquidity) – деньги и активы, которые могут по первому требованию и без потери стоимости обращаться в деньги; свойство актива быть проданным за полную рыночную стоимость в течение короткого промежутка времени.

Ловушка ликвидности (liquidity trap) – ситуация, в которой рост предложения денег не приводит к сокращению процентной ставки и денежная политика становится неэффективной как средство стимулирования экономики.

Ломбардный механизм (Lombard facility) – кредиты, предоставляемые ЦБ по непосредственному запросу коммерческих банков для покрытия временной нехватки ликвидности и под залог приемлемых активов.

Маркировка и упаковка (labeling and packaging) – надпись или наклейка с надписью, содержащая название, описание и другую информацию, размещаемые на товаре или его упаковке.

Международные резервы (international reserves) – международные активы, которые имеются в распоряжении и эффективно контролируются органами денежного управления и могут быть использованы для прямого финансирования платежных дисбалансов, интервенций на валютном рынке, влияния на курс национальной валюты или для других целей.

Механизм кредитора в последней инстанции (lender-of-last-resort facility, LLR) – финансовое окно ЦБ, предназначенное для предоставления краткосрочных кредитов банкам с целью восполнения временной нехватки ликвидности.

Мирная статья (piece clause) – обязательство в рамках соглашения ВТО по сельскому хозяйству, в соответствии с которым члены ВТО договорились не накладывать компенсационных пошлин и не оспаривать через механизм урегулирования споров экспорт товаров, поддерживаемых субсидиями, входящими в «зеленый» короб и выдаваемыми в полном соответствии с правилами ВТО.

Множественная валютная практика (multiple currency practice) – режим валютного курса, при котором – официально или неофициально – национальная валюта обменивается на иностранную по двум и более разным валютным курсам.

Модель корректировки ошибок, ОКМ (error-correction model, ECM) – расширение стандартной модели спроса на деньги за счет введения различия между краткосрочными эффектами (первые разности переменных) и долгосрочными эффектами (лаговые значения переменных) и определения механизма достижения долгосрочного равновесия на основе коинтеграционной процедуры Йохансена.

Модель частичной корректировки, МЧК (partial adjustment model, PAM) – расширение стандартной модели спроса на деньги за счет введения различия между действительным и желаемым объемом денег и способами обеспечения желаемого объема денег.

Мягко фиксированный валютный курс в рамках горизонтального пояса (soft pegs within a horizontal band) – под-

держание валютного курса в пределах, не превышающих ±1% от центрального паритета, который неизменен.

Мягко фиксированный валютный курс в рамках скользящего пояса (soft pegs within a crawling band) – поддержание валютного курса в пределах ±1% от центрального паритета, который изменяется периодически в зависимости от изменения определенного количественного индикатора в соответствии с заранее установленными правилами.

Мягкое право (soft law) – стандарты и всевозможные кодексы наилучшей практики, которые стремятся отразить накопленный мировой опыт регулирования инвестиций.

Наличные деньги в других депозитарных институтах (currency held by other depository corporations) – наличная национальная валюта, находящаяся за пределами банков.

Наличные деньги, включенные в широкие деньги (currency included in broad money) – банкноты и монеты, используемые как средство платежа.

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.

Налоговые льготы (tax concessions) – изъятие экспортных товаров из-под экспортных пошлин и других косвенных налогов, а также снижение таких налогов.

Направляющие агентства (canalizing agencies) – предприятия, распространенные в развивающихся странах, через которые канализируется (направляется) экспорт и импорт определенного продукта, обычно в целях стабилизации цен на него.

Национальная валюта (national currency) – банкноты и монеты, используемые как средство платежа в определенной стране.

Национальная валюта, выпущенная правительством (national currency issued by government) – наличные деньги, выпускаемые министерством финансов.

Национальный режим с негативным списком исключений (national treatment with a negative list of exceptions) – режим доступа иностранных инвестиций, при котором партнеры предоставляют инвестициям друг друга национальный режим во всех сферах, за исключением некоторых перечисленных в списке исключений.

Национальный режим (national treatment) – принцип многосторонней торговой системы, в соответствии с которым импортный продукт после уплаты таможенных пошлин и других импортных взносов должен получать такие же условия обращения на внутреннем рынке, что и товары, произведенные внутри страны; равенство в правовом отношении национальных и иностранных предприятий.

Национальный режим на доинвестиционной стадии (pre-establishment national treatment) – распространение стандарта национального режима как на уже действующие предприятия, так и на правила их создания.

Национальный режим на послеинвестиционной стадии (post-establishment national treatment) – распространение стандарта национального режима только на уже действующие предприятия с иностранными инвестициями.

Неавтоматическое импортное лицензирование (non-automatic import licensing) – выдача лицензий, которые не подпадают под определение автоматических лицензий.

Независимо плавающий валютный курс (independently floating exchange rate) – определение валютного курса на основании спроса и предложения на иностранную валюту.

Непередаваемые сберегательные депозиты (nontransferable saving deposits) – депозиты, которые их владелец не может перевести на другое имя.

Неприемлемая инфляция (unsustainable inflation) – уровень инфляции, оказывающий негативное воздействие на рост реального ВВП, стагфляция.

Непреференциальные правила происхождения (non-preferential rules of origin) – правила определения страны происхождения товара, применяемые к странам, с которыми отсутствуют соглашения о торговых преференциях.

Низкая инфляция (low inflation) – рост совокупного уровня цен в экономике на более чем 2% в год.

Номинальный валютный курс (nominal exchange rate, NER_{hf}) – количество единиц национальной валюты, за которое можно купить единицу иностранной валюты.

Номинальный эффективный валютный курс (nominal effective exchange rate, NER_{hf}) – индекс, рассчитываемый как отношение номинальных двусторонних курсов национальной валюты к валютам основных торговых партнеров, взвешенных по их доле в экспорте, импорте или внешней торговле анализируемой страны.

Норма обязательного резервирования по депозитам на срок required reserves ratio on time deposits, $r_t = \frac{R_t^0}{D_t}$) – устанавливаемый ЦБ коэффициент, показывающий, какую часть срочных депозитов банки должны в обязательном порядке держать в качестве резервов.

Обесценение (depreciation) – падение рыночной стоимости национальной валюты в иностранной валюте.

Обычная фиксация (conventional peg) – привязка национальной валюты к иностранной валюте по курсу, который не может изменяться.

Обязательства, выпущенные другими секторами (liabilities issued by other sectors) – денежные обязательства, выпускаемые небанковскими организациями, если таковые существуют.

Обязательства по минимальному доступу (minimum access commitments) – обязательства в рамках ВТО, в соответствии с которыми сельскохозяйственные товары, импорт которых ранее был вообще запрещен или экономически невозможен из-за высоких пошлин и других ограничений до вступления в силу соглашения ВТО по сельскому хозяйству, должны получать минимальный доступ на национальный рынок – по ним должны быть установлены тарифные квоты в размере порядка 5% от внутреннего потребления в период 1986–1988 гг.

Обязательства по существующему доступу (current access commitments) – положение в Соглашении ВТО по сельскому хозяйству, обусловливающее, что, если уровень тарифа на определенный товар, рассчитанный в процессе тарификации, оказывается выше действовавшего до тарификации, тарифные квоты устанавливаются в тех пределах, в которых товар может импортироваться по более низким ставкам тарифов, действовавшим до тарификации.

Обязательства ЦБ перед другими депозитарными корпорациями (CB liabilities to other depository corporations) – резервы банков в ЦБ.

Овердрафт (overdraft), механизм предельного финансирования (marginal lending facility) – создание возможности

для банков снять со счета ЦБ больше денег, чем на нем имеется, с условием обратного депонирования через определенный ЦБ промежуток времени.

Операции на открытом рынке (open market operations) – купля-продажа ЦБ государственных ценных бумаг и иных активов в целях управления денежной массой.

Операции по тонкой настройке (fine-tuning operations) – операции ЦБ, нацеленные на сглаживание слишком резких колебаний ликвидности и процентной ставки.

Операционные цели денежной политики (operating targets of monetary policy) – денежные показатели, находящиеся под непосредственным контролем ЦБ, на которые ЦБ может оказывать существенное воздействие с помощью имеющихся в его распоряжении инструментов денежной политики.

Операционный риск (operational risk) – риски, связанные со сбоями во внутренних системах расчета, контроля, которые препятствуют быстрому использованию резервов.

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.

Органы денежного управления (monetary authority) – ЦБ и государственные органы (чаще всего казначейства), которым законодательно поручено выполнение отдельных функций ЦБ.

Основные операции по рефинансированию (main refinancing operations) – главный тип операций на отрытом рынке, осуществляемых ЦБ для достижения целей денежной политики (сокращение инфляции, экономический рост, поддержание уровня занятости) и доведения до сведения участников рынка намерений денежных властей.

Относительный паритет покупательной способности (relative purchasing power parity, PPP) – изменение курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровня цен в этих странах.

Оценочная корректировка (valuation adjustment) – изменение рыночной стоимости активов и пассивов в результате корректировки валютного курса, используемого для перевода в национальную валюту стоимости активов и пассивов, деноминированных в иностранных валютах; изменение котировок иностранных ценных бумаг, входящих в состав иностранных активов; изменение рыночной стоимости активов и пассивов, деноминированных в национальной валюте.

Патенты (patents) – документ, подтверждающий право собственности на изобретение.

Переводимые депозиты (transferable deposits) – депозиты, обмениваемые на наличные деньги и переводимые третьим лицам без ограничений по лицевой стоимости и без выплаты комиссии и используемые для платежей.

Приемлемая инфляция (sustainable inflation) – уровень инфляции, позволяющий поддерживать положительные темпы роста реального ВВП.

Период поддержания резервов (maintenance period) – время, в течение которого рассчитывается уровень поддерживаемых обязательных резервов.

Платежный баланс (balance of payments) – статистический отчет, в котором в систематическом виде приводятся суммарные данные о внешнеэкономиче-

ских операциях данной страны с другими странами мира за определенный период времени.

Подразумеваемое положение текущего баланса (underlying current account position, UCAB) – уровень текущего баланса, который мог бы возникнуть при существующем уровне номинального валютного курса, при предположении, что производство всех стран находится на уровне их полных возможностей (безработица и неиспользованные производственные мощности отсутствуют), и прошлые изменения валютного курса уже полностью отразились на экономике.

Политика в области конкуренции (competition policies) – законы, регулирующие правила поведения предприятий на рынке и борьбу с неконкурентной бизнес-практикой, и их применение.

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.

Постоянно действующие механизмы (standing facilities) – инструмент денежной политики ЦБ, который активизируется по инициативе коммерческих банков, притом что ЦБ осуществляет мониторинг их использования в пруденциальных целях.

Потоки, не создающие долга (non-debt creating flows), – международное движение инвестиций, требующее выплат дивиденда, но не приводящее к изменению уровня внешней задолженности страны.

Потоки, создающие долг (debt creating flows), – международное движение капитала, требующее выплаты основной суммы и процента на основе договорных обязательств, приводящее к изменению уровня внешней задолженности страны.

Правила происхождения (rules of origin) – законы и административные акты, используемые для определения страны, где товар был произведен или подвергся существенной переработке.

Правило номинальной фиксации (nominal fixing rule) – поддержание процентной ставки или денежной массы на определенном неизменном уровне.

Правило постоянного темпа роста денежной массы (constant growth rate rule) – правило определенного уровня предложения денег, в соответствии с которым предложение денег должно расти в постоянном темпе, что само по себе позволит обеспечить устойчивый темп роста ВВП.

Правило соответствия росту номинального ВВП (nominal GDP growth rate rule) – правило определенного уровня предложения денег, в соответствии с которым темп роста предложения денег должен быть равен темпу роста номинального ВВП.

Правило уровня цен (price level rule) – правило определенного уровня предложения денег, в соответствии с которым рост предложения денег должен соответствовать цели поддержания цен на определенном уровне.

Предложение денег (money supply) – количество денег в экономике в соответствии с наиболее широким определением, принятым в данной стране.

Предохранительные меры (safeguards) – временные меры, нацеленные на сокращение импорта определенного продукта для того, чтобы позволить внутренним отраслям приспособиться к непредвиденному росту его импорта, который наносит или может нанести серьезный

ущерб национальному производству этого продукта.

Предотгрузочная инспекция (pre-shipment inspection, PSI) – проверка количества, качества, цены, валютно-финансовых условий и таможенной классификации товаров специально назначенными фирмами перед отгрузкой товаров за рубеж.

Преференциальные правила происхождения (preferential rules of origin) – правила определения страны происхождения товара, применяемые к странам, с которыми имеются соглашения о торговых преференциях или которым предоставлены преференции в соответствии с внутренним законодательством.

Преференциальные торговые соглашения (preferential trade arrangements) – многосторонние или двусторонние соглашения, в рамках которых участвующие страны соглашаются предоставлять друг другу торговый режим более благоприятный, чем они получали бы на основе правил ВТО.

Привлечение депозитов (collection of deposits) – создание ЦБ временной возможности для коммерческих банков внести депозиты на специально открытый счет в ЦБ под установленный им процент.

Приемлемые активы (eligible assets) – ценные бумаги, которые ЦБ может продавать или покупать на финансовом рынке в целях регулирования ликвидности.

Приемлемые партнеры (eligible counterparties) – финансовые и иные организации, с которыми ЦБ вступает в финансовые операции в целях осуществления денежной политики.

Прикладная макроэкономика (applied macroeconomics) – использование макроэкономического анализа для диагностики экономических проблем и разработки программ их решения.

Применяемые тарифы (applied tariffs) – тарифы, реально накладываемые таможенными властями на импортные товары.

Промежуточные цели денежной политики (intermediate targets of monetary policy) – денежные агрегаты, на движение которых ЦБ может оказывать некоторое воздействие путем достижения операционных целей.

Промышленный дизайн (industrial design) – очертание, модель, окраска товара.

Процентный риск (interest rate risk) – неблагоприятное изменение процентной ставки по одолженным резервам.

Прочие чистые статьи (other items, net) – остаточная категория, которая включает все статьи баланса ЦБ, не отнесенные к чистым международным или внутренним активам или резервным деньгам.

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).

Прямые сделки (outright transactions) – покупка и продажа ЦБ активов непосредственно на финансовом рынке, предусматривающие переход права собственности на активы от продавца к покупателю.

Равновесие (equilibrium) – состояние баланса между разнонаправленными статистическими или динамическими силами или действиями.

Равновесный валютный курс (equilibrium exchange rate) – уровень и динамика развития валютного курса, которые обеспечивают одновременную устойчивость внутреннего и внешнего баланса.

Расчетный риск (settlement risk) – риск того, что партнер по размещению резервов не произведет расчеты своевременно.

Реальный валютный курс (real exchange rate, RER_{hf}) – отношение цены корзины товаров в одной стране к цене корзины тех же товаров в другой стране; номинальный двусторонний валютный курс, скорректированный с учетом изменения цен в анализируемой стране и в стране – торговом партнере; соотношение цен торгуемых и неторгуемых товаров внутри страны.

Реальный эффективный валютный курс (real effective exchange rate, $REER_{hf}$) – индекс, рассчитываемый как реальные двусторонние курсы национальной валюты по отношению к валютам основных торговых партнеров, взвешенные по их доле в экспорте, импорте или внешней торговле анализируемой страны.

Ревальвация (revaluation) – повышение стоимости национальной валюты в иностранной валюте.

Реверсные операции (reverse transactions) – соглашение об обратной покупке активов или о предоставлении займа против залога между ЦБ и приемлемым партнером, не предусматривающее перехода права собственности на активы от продавца к покупателю.

Регистрация и документация (registration and documentation) – требования о заполнении форм и предоставлении документов для осуществления внешнеторговой операции.

Регулирующие советы по маркетингу (regulatory marketing boards) – предприятия, имеющие монополию или специальные привилегии в экспорте или импорте определенного товара, но использующие частные фирмы для осуществления экспорта и импорта.

Режим выборочной либерализации (selective liberalization) – включение в инвестиционное законодательство исчерпывающего списка отраслей или областей деятельности, куда разрешены вложения иностранных инвестиций.

Режим наибольшего благоприятствования в иностранных инвестициях (most favored nation in foreign investment) – принципы, в соответствии с которыми страна, принимающая иностранные инвестиции, должна предоставить другой стране инвестиционный режим, не менее благоприятный, чем она предоставляет любой третьей стране.

Режим наибольшего благоприятствования, РНБ (most favored nation regime, MFN) – принцип многосторонней торговой системы, в соответствии с которым любые условия торговли (уровень тарифов и других импортных сборов, таможенные процедуры, внутренние налоги на импорт и пр.), предоставляемые одной страной какой-либо другой стране, должны быть немедленно и без условий (*immediately and unconditionally*) распространены на все остальные страны.

Резервные деньги (reserve money) – обязательства органов денежного управления, которые приводят к росту широких денег. Называются также денежной базой (*monetary base*) или высокоэффективными деньгами (*high-powered money*).

Резервные запасы (reserve stocks) – законодательно установленный размер государственных запасов критически важных импортных товаров на случай непредвиденных обстоятельств.

Резервные требования (reserve requirements) – установленный ЦБ норма-

тив поддержания коммерческими банками определенных балансов на счетах в ЦБ с целью гарантирования наличия средств у банков в случае повышенного спроса на депозиты со стороны вкладчиков банков и для достижения целей денежной политики.

Риск ликвидности (liquidity risk) – риск возникновения трудностей с быстрой реализацией активов на большие суммы, в результате чего их невозможно быстро обратить в ликвидные средства, необходимые для внешних платежей.

Санитарные и фитосанитарные требования (sanitary and phytosanitary measures) – мероприятия, направленные на охрану здоровья людей, растений и животных от зараженных импортных товаров.

Своп (swap) – соглашение, по которому участники обмениваются платежами по одинаковой сумме задолженности на заранее согласованных условиях.

Свопы с иностранной валютой (foreign exchange swaps) – совершение ЦБ одновременных операций спот и форвард с иностранной валютой с целью тонкой настройки ликвидности и сглаживания нежелательных резких колебаний процентной ставки.

Связанные тарифы (bound tariffs) – уровень импортных тарифов, который страны ВТО обязались не превышать и применяемый к их взаимной торговле.

Связывание тарифов и их сокращение (tariff binding and their reduction) – принцип Соглашения ВТО по сельскому хозяйству, по которому все тарифы на сельскохозяйственные товары, в отличие от тарифов на промышленные товары, являются связанными – страны не могут повышать их выше уровня, указанного в их списках тарифных обязательств.

Сезонные тарифы (seasonal tariffs) – тарифы, повышаемые в периоды достаточного предложения и снижаемые в периоды недостаточного предложения национальных сельскохозяйственных продуктов.

«Синий» короб (blue box) – прямые платежи производителям сельскохозяйственной продукции разницы между рыночными ценами и ценами, которые правительство считает необходимым поддерживать в рамках программ по ограничению производства.

Скользящая фиксация валютного курса (crawling peg) – курс, изменяющийся периодически в соответствии с заранее установленными правилами в зависимости от изменения определенного количественного индикатора.

Скользящая фиксация валютного курса к будущему периоду (crawling forward-looking peg) – изменение валютного курса на объявленный заранее размер, который должен быть ниже прогнозируемого дифференциала между инфляцией внутри страны и инфляцией в странах – торговых партнерах.

Скользящая фиксация валютного курса к прошлому периоду (crawling backward-looking peg) – поддержание реального эффективного валютного курса в неизменном виде путем изменений в номинальном валютном курсе, отражающем инфляционный дифференциал с основными торговыми партнерами за прошлый период.

Слияния (mergers) – горизонтальное, вертикальное или конгломеративное объединение нескольких фирм, производящих один и тот же товар.

Снижение и связывание тарифов (tariff reduction and binding) – принцип многосторонней торговой системы, в соответствии с которым страна должна постепенно снижать тарифы и связывать их, т.е. принимать многостороннее обязательство не повышать тариф в будущем

сверх уровня, согласованного с торговыми партнерами и указанного в ее списках обязательств в рамках ВТО.

Соглашения о двойном налогообложении (double taxation treaties) – двусторонние соглашения между странами, регулирующие вопросы налогообложения многонациональных предприятий.

Соглашения об офсете (countertrade, offset agreements) – разновидности бартерных соглашений, позволяющие производить оплату импортных товаров с помощью экспорта национальных товаров без использования валютных расчетов.

Содействие инвестициям (investment promotion) – меры государственной политики, направленные на привлечение иностранных инвесторов и защиту их прав.

Содействие торговле (trade facilitation) – упрощение и гармонизация международных торговых процедур – действий, практики и формальностей, связанных со сбором, обработкой и распространением данных, необходимых для перемещения товаров в международной торговле.

Специальные предохранительные меры (special safeguards) – разновидность предохранительных мер, применяемых к торговле сельскохозяйственными продуктами в соответствии с Соглашением ВТО по сельскому хозяйству, которое разрешает странам-импортерам накладывать тарифы, превышающие связанные, если объем импорта определенного продукта выше определенного триггер-объема (*trigger level*) или цена ниже определенной триггер-цены (*trigger-price*).

Справедливое и равное обращение (fair/just and equitable treatment) – разрешение инвестиционных проблем на основе законов и правил, но с учетом принципа равенства и справедливости, а также окружающих обстоятельств, индивидуальных особенностей инвесторов и принимающих стран.

Срочные депозиты (term deposits) – депозиты, принимаемые банком на определенный срок.

Ссуды (loans) – финансовые активы, возникающие вследствие того, что кредитор напрямую предоставляет заемщику определенную сумму денежных средств.

Стандартный тендер (standard tender) – тендер, осуществляемый в течение 24 часов.

Структурная инфляция (structural inflation) – рост цен, возникающий в результате несбалансированного роста отдельных отраслей.

Структурные реверсные операции (structural reverse operations) – предоставление финансирования ЦБ коммерческим банкам в целях достижения целей структурной политики.

Суверенный риск (sovereign risk) – риск того, что правительство другой страны ограничит доступ владельца к находящейся там части резервов, которые хранятся в виде государственных долговых обязательств или других ценных бумаг этой страны.

Счет операций с капиталом и финансовых операций (capital and financial account balance) – группа статей платежного баланса, фиксирующих международное движение финансовых средств, с помощью которого финансируются экспорт и импорт товаров и услуг.

Счет текущих операций (current account balance) – ключевое понятие международной экономики, показывающее результат взаимодействия страны с остальным миром в области движения товаров и услуг за определенный промежуток времени, и, с другой, – баланс внутренних инвестиций и сбережений.

Таможенная стоимость (customs valuation) – согласованные в рамках ВТО методы определения цены импортного товара, с которой берутся импортные пошлины.

Таможенные процедуры (customs procedures) – мероприятия по проведению товара через таможенную границу, таможенная очистка товара.

Таможенный союз (customs union) – соглашение, устраняющее взаимные торговые барьеры между несколькими странами и вводящее общий таможенный тариф в отношении третьих стран.

Тарификация (tarification) – пересчет всех мер по ограничению сельскохозяйственного импорта (количественных ограничений и различных пограничных сборов) в их тарифный эквивалент, который приплюсовывается к действующей тарифной ставке при проведении тарифных переговоров.

Тарифные квоты (tariff quotas) – применение сокращенного тарифа (*in-quota tariff*) или его полной отмены к определенному количеству (квоте) импортного товара; за пределами квоты применяется обычная ставка тарифа (*out-of-quota tariff*).

Тарифные преференции (tariff preferences) – сниженный тариф, который отдельные страны могут предоставлять друг другу без обязательства распространить такой же тариф на все третьи страны в соответствии с принципом режима наибольшего благоприятствования.

Тарифные уступки и изъятия (tariff concessions and exemptions) – сокращение таможенных пошлин для отдельных отраслей промышленности, регионов и типов продуктов.

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.

Тендерная процедура (tender procedure) – нагнетание или поглощение ликвидности ЦБ на основе конкурентных заявок со стороны приемлемых партнеров.

Технические нормы и стандарты (technical regulations and standards) – документы, регламентирующие технические характеристики (размер, форму, дизайн, функции и пр.), которым должен соответствовать товар как условие разрешения его к продаже.

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.

Торговые марки (trademarks) – знаки, которые позволяют отличить товар или услугу, произведенные одним предприятием, от аналогичных товара или услуги, произведенных другим предприятием.

Требование о содержании местных компонентов (local content requirements) – правительственные меры, устанавливающие минимальный размер компонентов, произведенных внутри страны, которые должны быть включены в товар, часто как условие для получения разрешения на создание предприятия с иностранными инвестициями.

Требования к коммерческим банкам (claims on commercial banks) – кредиты, выдаваемые ЦБ банкам, и ценные бумаги банка, дисконтируемые ЦБ.

Требования к частному сектору (claims on private sector) – кредиты, пре-

доставляемые ЦБ любым другим организациям, кроме правительства и банков.

Узкое определение инвестиций (narrow definition of investment) – определение инвестиций как только прямых зарубежных инвестиций (*foreign direct investment, FDI*), что обычно подразумевает контроль со стороны инвестора над предприятием.

Уполномочивающая статья (enabling clause) – достигнутое в результате Токийского раунда соглашение, разрешающее членам ВТО принимать меры в пользу развивающихся стран без обязательства распространять их на другие страны.

Управляемо плавающий валютный курс (managed floating exchange rate) – воздействие на валютный курс без заранее установленного целевого уровня курса на предмет сглаживания колебаний.

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.), оказываемых резидентами нерезидентам и наоборот.

Установление инфляционных ориентиров, инфляционное таргетирование (inflation targeting) – экономическая политика, которая предусматривает поддержание заранее объявленного уровня инфляции и использование инструментов денежной и бюджетной политики для достижения этой цели.

Фиксация курса к валютному композиту (peg to a currency composite) – привязка национальной валюты к группе валют по курсу, который не может изменяться.

Фиксация курса к единой валюте (peg to a single currency) – привязка национальной валюты к одной иностранной валюте по курсу, который не может изменяться.

Фискальные монополии (fiscal monopolies) – предприятия, создаваемые для торговли товарами, потенциально опасными для здоровья (алкоголь, табак, легковоспламеняющиеся вещества и пр.)

Форвард (forward) – соглашение, заключаемое с целью страхования от потерь в случае изменений цены на актив, в рамках которого стороны договариваются о фиксированной цене актива, которая должна быть выплачена в установленные сроки в будущем.

Фьючерс (futures) – соглашение, предусматривающее обмен реального актива, 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.

Ценные бумаги, за исключением акций (securities other than shares), – бумаги, которые могут быть быстро проданы за наличные деньги по рыночной стоимости.

Ценные бумаги ЦБ (securities issued by CB) – бумаги, выпущенные ЦБ, которые могут быть использованы в качестве обязательного резерва.

Ценные бумаги ЦБ, включенные в широкие деньги (CB securities included in broad money) – бумаги ЦБ, проданные небанковским организациям.

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%.

Чистая инвестиционная позиция (net investment position) – соотношение между международными финансовыми ресурсами, которыми располагает страна, и ее задолженностью перед другими странами.

Чистые внутренние активы (net domestic assets) – разность стоимости внутренних активов и пассивов страны, консолидированных в балансе органов денежного управления.

Чистые иностранные активы (net foreign assets) – выраженная в национальной валюте разность стоимости иностранных активов и пассивов страны, консолидированных в балансе денежных властей.

Чистые ошибки и пропуски (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, закравшиеся в записи отдельных платежей.

Чистые требования к правительству (net claims on government) – кредит, выданный правительству Центральным банком за вычетом депозитов правительства в ЦБ.

Чрезвычайное 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.

Чрезвычайные меры (contingency measures) – возможные по правилам ВТО меры торговой защиты, которые могут вводиться для нейтрализации воздействия демпинга, дотаций и резкого роста импорта, которые наносят урон внутреннему рынку.

Широкие деньги (broad money) – финансовые активы, которые могут использоваться в качестве средства платежа и накопления.

Широкое определение инвестиций (broad definition of investment) – любые активы, как пересекающие границу, так и уже находящиеся в стране.

Эквивалент оценочных изменений (counterpart to valuation changes) – статья обзора денежной сферы, показывающая размер оценочной корректировки.

Экономическая интеграция (economic integration) – статья V ГАТС, которая устанавливает правила заключения преференциальных торговых соглашений в области торговли услугами для развитых и развивающихся стран.

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.

Экспортные сельскохозяйственные субсидии (export agricultural subsidies) – разрешенные по правилам ВТО шесть видов сельскохозяйственных субсидий при условии, что страна обязалась сократить размер субсидий и количество субсидируемого экспорта.

Экспортные советы по маркетингу (export marketing boards) – организации, имеющие монополию или специальные привилегии в экспорте или импорте определенного товара.

Экспортные субсидии (export subsidies) – финансовый взнос правительства или другой государственной организации, которая дает выгоду тому, кто его получает.

Экспортный тариф (export tariff) – налог, накладываемый на товар, когда он вывозится за пределы таможенной территории страны.

Эластичность спроса на деньги (money demand elasticity) – величина, показывающая зависимость изменения спроса на деньги к изменению каждого из определяющих его факторов.

Эмиссия денег (money issue) – выпуск в обращение наличных денег и привлечение депозитов.

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ИСТОЧНИКИ

Написание данного раздела заняло довольно много времени. Дело в том, что, как заметил как-то К. Гельвеций, «среди книг, как и среди людей, можно попасть как в хорошее, так и в дурное общество». В число рекомендуемой литературы по прикладной макроэкономике можно включать практически все, что написано о макроэкономике, поскольку так или иначе это касается ее анализа. Но можно не включить и ничего, поскольку что-либо, касающееся прикладного анализа, найти практически невозможно ни у нас, ни на Западе. Теоретическая же макроэкономика продолжает быть сильно оторванной от макроэкономики реальной.

Однако в любом случае начинать надо сначала. Поэтому:

Keynes John Maynard. The Collected Writings of John Maynard Keynes. – L.: Macmillan, 1979.

• *Volume 7.* The General Theory of Employment, Interest and Money. Один из наиболее удачных переводов на русский язык: Кейнс Джон Мейнард. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Гелиос, 1999.

• Volume 8. A Treatise on Probability.

• Volume 9. Essays in Persuasion.

Samuelson Paul Anthony. Foundations of Economic Analysis. – N.Y: Atheneum, 1971; или в переводе: Самуэльсон Пол. Основания экономического анализа. – СПб.: Экономическая школа, 2002.

Schumpeter Joseph. History of Economic Analysis. – N.Y.: Oxford University Press, 1954; или в переводе: Шумпетер Йозеф. История экономического анализа. – СПб.: Экономическая школа, 2002.

Из множества российских учебников по теоретической макроэкономике могу порекомендовать только один для начального уровня:

Тарасевич Л.С., Гальперин В.М., Гребенников П.И., Лерусский А.И. Макроэкономика. – СПб.: Издание Государственного университета экономики и финансов, 1999.

И один для более продвинутого уровня:

Туманова Е.А., Шагас Н.А. Макроэкономика. – М.: Инфра-М, 2004.

Из иностранных читать на вводном уровне можно два (последние издания):

Mankiw N. Gregory. Principles of Macroeconomics. – 2005; в русском переводе: Мэнкью Г. Принципы экономики. – М., 1998.

Abel Andrew and Bernanke Ben. Macroeconomics. – Addison Wesley, 2004.

На продвинутом уровне:

Romer David. Advanced Macroeconomics. – N.Y.: McGraw Hill, 2005.

По открытой экономике эта старая книга до сих пор осталась непревзойденной:

Dornbusch Rudiger. Open Economy Macroeconomics. – N.Y.: Basic Books, 1980.

В монетарной экономике бесспорный лидер:

Mishkin Frederic S. The Economics of Money, Banking and Financial Markets. – Boston: Addison Wesley, 2005. По-русски: Мишкин Фредерик. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М.: Аспект-пресс, 1999. Интерактивный сайт к этому учебнику находится по адресу: wps.aw.com/aw_miskkin_econmbfm.7.

Теоретические связки между секторами и модельная основа этого учебника хорошо описаны:

Rao M.J. Manohar, Nallari Raj. Macroeconomic Stabilization and Adjustment. – L.: Oxford University, 2001.

Claassen Emil Maria. Global monetary economics. – Oxford; N.Y.: Oxford University Press, 1996.

То, что изложено в этом учебнике, ближе всего соответствует курсу финансового программирования, преподаваемому в Институте МВФ. Публикации для этого курса постоянно обновляются, но могут служить неплохим пособием для изучения прикладного макроэкономического анализа:

Barth Richard C., Hemphill William. Financial Programming and Policy: The Case of Turkey. – IMF Institute, 2000.

Ouanes Abessatar and Thakur Subhash. Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies. – IMF Institute, 1997.

Обновленные материалы можно найти на сайте дистанционного обучения www.imf.org/external/np/ins/english/learn.htm.

Прикладные вопросы международной торговой системы хорошо представлены в публикациях Международного торгового центра, таких как:

Business Guide to the World Trading System, JTC Geneva, 2002. Обновленный учебник размещен по адресу: www.intracen.org.

Статистические методы анализа неплохо изложили:

Айвазян С.А. и Мхитарян В.С. Прикладная статистика и основы эконометрики. – М.: ЮНИТИ, 1998.

Из книг по эконометрическим методам анализа наибольшего внимания заслуживают книги по анализу временны́х рядов:

Enders Walter. Applied econometric time series. – N.Y.: Wiley, 2004. Web-site для этой книги находится по адресу: fws-edcv.wiley.com.

Clements Michael P., Hendry David F. Forecasting Economic Time Series. – Cambridge (U.K.), N.Y.: Cambridge University Press, 1998.

Clements Michael P., Hendry David F. Forecasting Non-Stationary Economic Time Series. – Cambridge (MA): MIT Press, 1999.

Эконометрика / Под ред. И.И. Елисеевой. – М.: Финансы и статистика, 2005.

Удачная и простая книга, объясняющая основные эконометрические процедуры, используемые в этом учебнике, написана Луговской Л.В. Эконометрика в вопросах и ответах. – М.: Проспект, 2005.

Очень силен в прикладной эконометрике временны́х рядов также Neil Ericsson, но книг он в последние годы не писал. Следите за его публикациями.

Навыки в логике можно подшлифовать с помощью:

Hurley Patrick. A Concise introduction to Logic. – Belmont, Wadsworth, 2001.

Если не хватает математики, можно обратиться к:

Высшая математика для экономистов / Под ред. Н.Ш. Кремера. – М.: ЮНИТИ, 1998.

Ну а если нужен более широкий взгляд на макроэкономический анализ, почитайте, что писали об экономике философы, ведь практически все первые экономисты – это бывшие философы. В особенности:

Popper Karl. The Logic of Scientific Discovery. – N.Y.: Harper Torchbooks, 1959. В русском переводе см.: Поппер К. Логика и рост научного знания. – М.: Прогресс, 1983.

The Philosophy of Economics. An anthology / Ed. by Daniel Hausman. – Cambridge, 1984.

Heilbroner Robert L. The Worldly Philosophers: The Lives, Times and Ideas of the Great Economic Thinkers.

Blaug Mark. The methodology of Economics, or How Economists Explain. – Cambridge, N.Y.: Cambridge University Press, 1992.

Если есть проблемы с написанием экономических текстов, то стоит обратить внимание на:

Thomson William. A Guide for the Young Economist. Writing and Speaking about Economics. – MIT, 2001.

Все это – хорошие книги. И человек с хорошей книгой в руках, как сказал К. Гольдони, никогда не будет одинок. Это – счастливый человек.

Ответы на вопросы множественного выбора:

Глава 1	Глава 2	Глава 3	Глава 4	Глава 5
18a 19b 20a 21d 22b	26d 27a 28b 29a 30d	18d 19c 20c 21b 22e 23a 24a 25b 26c	23b 24c 25d 26a 27d 28c 29b 30b 31a 32c	26d 27a 28c 29a 30b 31d 32a 33d 34a 35c
Глава 6	**Глава 7**	**Глава 8**	**Глава 9**	**Глава 10**
56a 57c 58b 59a 60d 61b 62a 63d 64b 65a 66c 67b	31c 32c 33b 34a 35d 36b 37a 38d 39c	31d 32b 33a 34b 35d 36a 37c 38b 39c 40b 41b	33b 34c 35a 36b 37b 39a	22a 23c 24b 25c 26d 27b 28a 29b

Ответы на задачи к Главе 2:

34	35	36	37
ЦБ удовлетворит заявки каждого из трех банков только на 80%; продаст первому банку 48 млн. ден. ед., второму – на 64 млн., третьему – на 72 млн. и четвертому – на 16 млн.	a 4% b На 73% c На 69,6 млн. руб. d 5,5% e 4%	a 7,8% b На 27% c На 38,2 млн. руб. d 6,9% e 7,8%	a 2,4% b На 25% c На 1,25 млн. руб. d На 76,25 млн. руб. e На 6,66 млн. долл. f 1 долл. = 32,4 руб.

We have entered a new century. Its economics has fundamentally new dynamics and requires quick and accurate answers to problems posed by the rapidly evolving globalized markets.

Applied Macroeconomics is a computer-based graduate-level textbook of the new generation and for the new generation. It advances a new concept of operationalism, which aggregates practically applicable features of the universe of economic theories used by practitioners in this area. Operationalism is then combined with the personal multiyear experience of its application in different countries and circumstances, cutting-edge econometric techniques and carefully selected Internet resources. «On-line updates of the most recent statistical data and issessments of economic policy, placed on their respective web sites by governments, the private sector, and international organizations, are an integral part of the learning process».

The textbook offers a hands-on, step-by-step guide to the analysis and programming, including forecasting, of two key macroeconomic sectors – monetary and external. Real and fiscal sector analysis will be added shortly. The section on monetary analysis and programming covers the compilation of a monetary survey, functioning of the instruments of monetary policy, modeling of money demand and money supply, inflation and deflation. The section on the analysis and programming of the external sector consists of the compilation, analysis, and forecasting of the balance of payments, trade and trade policy, including for its compliance with WTO requirements, the investment regime, selection of the exchange rate regime and the projection of the exchange rate and foreign exchange reserves.

The attached CD-ROM includes solved sample problems, quizzes and review exercises, a catalogue of Web-resources and an expanded English-Russian glossary of terms used in applied macroeconomics.

Учебник

Алексей Павлович Киреев

ПРИКЛАДНАЯ МАКРОЭКОНОМИКА

Редактор *Н.П. Огаркова*

Оформление художника *Н.А. Груздева*

Художественный редактор *И.А. Горбунова*

Технический редактор *З.Д. Гусева*

Корректор *Л.А. Суркова*

Компьютерная верстка *Е.А. Надиной*

Подписано в печать 24.11.2005
Формат 70x100 1/16. Бумага офсетная.
Гарнитура «Таймс». Печать офсетная.
Усл. печ. л. 36,77.
Изд. № 92/2005. Тираж 3000 экз.
Цена договорная. Заказ № .

Издательство «Международные отношения»
107078, Москва, Садовая-Спасская, 20
Тел. отдела реализации: 975-30-09
E-mail: info@inter-rel.ru
Сайт: www.inter-rel.ru

Отпечатано с оригинал-макета
издательства «Международные отношения»
в ОАО ордена «Знак Почета»
Смоленской областной типографии им. В.И. Смирнова
214000, Смоленск, проспект Ю. Гагарина, 2
Тел.: 33-01-60, 33-14-17, 33-46-20

ISBN 5-7133-1238-0

9 785713 312381