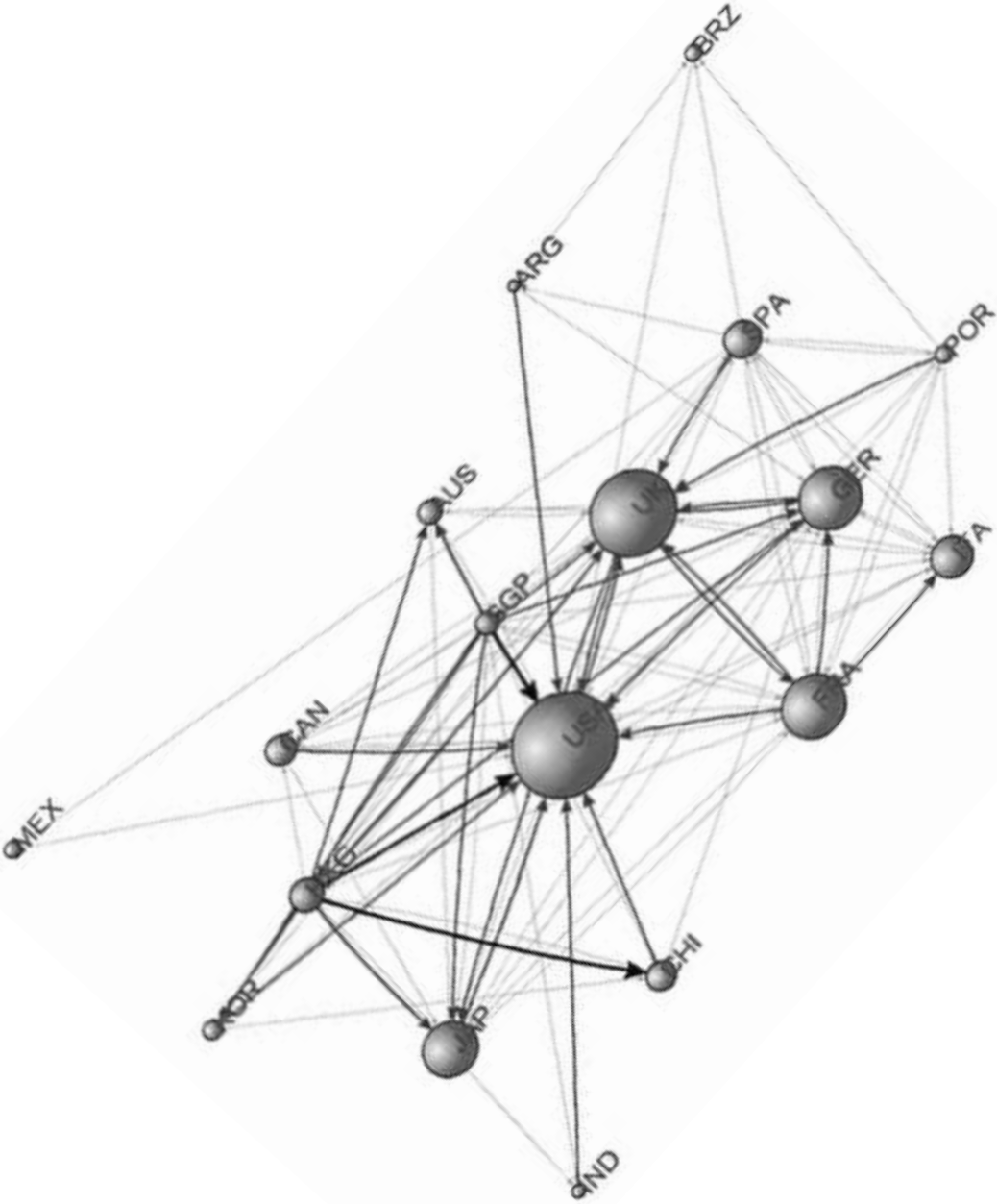
Алексей Киреев
Alexei Kireyev

Международная Макроэкономика

INTERNATIONAL Macroeconomics

Алексей Киреев

Международная Макроэкономика


BRZ
ARG
POR
AUS
SGP
MEX
CHI
IND

Алексей Киреев
Alexei Kireyev

Международная Макроэкономика

INTERNATIONAL *Macro*economics

МОСКВА
«МЕЖДУНАРОДНЫЕ ОТНОШЕНИЯ»
2014

УДК 338(100)(075.8)
ББК 65.012.4я73
К61

«The views expressed herein are those of the author
and should not be attributed to the IMF,
its Executive Board, or its management».

Киреев А.П.

К61 Международная макроэкономика: Учебник. – М.: Междунар. отношения, 2014. – 592 с.

ISBN 978-5-7133-1442-2

Теория международной макроэкономики – новое направление экономической науки. В книге содержится систематизированный подход к проблемам международных финансов, открытой экономики, валютно-финансовой системы и валютного курса. Анализ ведется с точки зрения общей макроэкономической теории, включающей теории макроэкономической корректировки и макроэкономического программирования открытой экономики. Обобщенные в книге теории рассмотрены через закономерности поведения открытой экономики и ее финансирования на макроуровне в рамках общего равновесия и в международном масштабе.

Для специалистов в области международной экономики, сотрудников государственных экономических ведомств и частных фирм, студентов и преподавателей экономических факультетов университетов и бизнес-школ, а также всех, кто интересуется проблемами международной экономики.

УДК 338(100)(075.8)
ББК 65.012.4я73

© Киреев А.П., 2013
© Подготовка к изданию и оформление изд-ва «Международные отношения», 2014

ISBN 978-5-7133-1442-2

Посвящается моей семье

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение 9

Глава 1. **МАКРОЭКОНОМИКА ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКИ** 13

1. **Международные макроэкономические балансы** 14
Секторы экономической деятельности 15
Различия закрытой и открытой экономики 18
Связь между реальным и внешним секторами 20
Связь между денежным и внешним секторами 22
Связь между бюджетным и внешним секторами 24
Основные тождества международной макроэкономики 26
Резюме 30

2. **Платежный баланс** 32
Принципы составления 34
Текущий счет 39
Товары 39
Услуги 42
Первичный доход 45
Вторичный доход 47
Капитальный счет 48
Финансовый счет 50
Исключительное финансирование 59
Международная инвестиционная позиция 60
Резюме 62

3. **Международные финансовые рынки** 65
Рынок валют 65
Рынок долговых обязательств 72
Рынок титулов собственности 76
Рынок финансовых дериватов 78
Резюме 83

4. **Регулирование международной экономики** 86
Механизмы многостороннего регулирования 86
Регулирование международной торговли 90
Регулирование движения факторов производства 99
Регулирование международного финансирования 104
Резюме 117

Глава 2. **МЕЖДУНАРОДНАЯ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА** 121

5. **Международная валютная система** 122
Валюта 122
Конвертируемость 124
Золотой стандарт 129
Золотовалютный стандарт 132
Современная валютная система 135
Валютные союзы 137
Резюме 143

6. **Валютный курс** 146
Понятие курса валюты 146
Показатели валютного курса 148
Режимы валютного курса 159
Независимая денежная политика 165
Регулирование потоков капитала 166
Политические соображения 166
Девальвация 167
Резюме 171

7. **Теории валютного курса** 174
Подход платежного баланса 174
Паритет покупательной способности 177
Паритет процентной ставки 182
Международный эффект Фишера 187
Денежная теория курса 190
Общая теория валютного курса 196
Гиперреакция валютного курса 199
Резюме 201

8. **Оценка равновесного уровня валютного курса** 206
Подход паритета покупательной способности 206
Подход макроэкономического баланса 209
Подход внешней устойчивости 214
Подход равновесного реального эффективного валютного курса 217
Интерпретация результатов 220
Резюме 223

Глава 3. **МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОРРЕКТИРОВКА** 227

9. **Аналитические модели открытой макроэкономики** 228
Доходы и расходы (модель Кейнса) 228
Закрытая экономика 230
Малая открытая экономика 236
Большая открытая экономика 242
Внутренний и внешний баланс (модель IS-LM-BP) 247
Совокупный спрос и совокупное предложение (модель AS-AD) 266
Резюме 274

10. **Макроэкономическая политика в открытой экономике** 277
Цели макроэкономической политики 277
Инструменты макроэкономической политики 279

Диаграмма Суона 282
Диаграмма Манделла-Флеминга 290
Оптимальное сочетание политик 294
Трилемма открытой экономики 297
Резюме 300

11. Макроэкономика при фиксированном валютном курсе 302
Бюджетная политика 303
Монетарная политика 309
Валютная политика 313
Смешанная политика 316
Учет изменения цен 320
Резюме 322

12. Макроэкономическая политика при плавающем валютном курсе 326
Бюджетная политика 327
Монетарная политика 330
Координация политик 333
Учет изменения цен 335
Адаптация открытой экономики к экзогенным шокам 338
Сравнительная эффективность инструментов 343
Резюме 344

Глава 4. **МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ ПРОГРАММИРОВАНИЕ** 347

13. Теория макроэкономического программирования 348
Параметры макроэкономической программы 348
Теория маркоэкономической корректировки 356
Межсекторные консистенции 366
Управление спросом 368
Управление предложением 378
Резюме 382

14. Программирование реального сектора 385
Структура реального сектора 385
Представление агрегатов 387
Реальный ВВП 390
Номинальный ВВП 395
Баланс инвестиций-сбережений 398
Прогнозирование цен 401
Резюме 404

15. Программирование бюджетного сектора 408
Структура бюджетного сектора 408
Представление агрегатов 410
Баланс бюджета 417
Государственный долг 421
Прогнозирование бюджета 425
Бюджетная политика 430
Резюме 434

16. Программирование денежного сектора 438
Представление агрегатов 438
Органы денежного управления 443

Составление обзора денежной сферы ... 443
Инструменты денежной политики ... 450
Программирование спроса на деньги ... 462
Программирование предложения денег ... 482
Резервные деньги ... 488
Мультипликатор ... 496
Широкие деньги ... 502
Резюме ... 513

17. Программирование внешнего сектора ... 520
Аналитическое представление платежного баланса ... 520
Текущий баланс ... 525
Торговый баланс ... 532
Капитальный и финансовый счет ... 537
Прогнозирование платежного баланса ... 538
Экспорт ... 540
Импорт ... 542
Услуги, доходы и трансферты ... 545
Финансовый счет и счет движения капитала ... 549
Резюме ... 558

Заключение ... 560

Глоссарий ... 565

Источники ... 585

Индекс ... 590

Введение

У всех теорий, друг мой, серый цвет,
А древо жизни дивно зеленеет.

И.-В. Гете[1]
Фауст

В своем послании человечеству, трагедии «Фауст», Гете определил его центральную проблему – соединение идеала с реальностью.

Эта книга ставит примерно ту же цель – соединить теоретический идеал с эмпирической реальностью. В международной экономике нет единого конфликтного центра. Она представляет собой нескончаемый ряд (*continuum*) вновь и вновь возникающих противоречий. Как и в «Фаусте», в ней видны этапы, соответствующие двум частям этой книги: в первой из них Фауст ищет себя в «микромире» личных страстей, а мы – в микроэкономике мирового движения товаров. Во второй, Фауст ищет себя в «макромире» социальных интересов, а мы – в макроэкономике мировых финансов.

Экономика – фундаментальная наука – отвечает на вопрос о том, как удовлетворяются неограниченные потребности общества в условиях ограниченности его ресурсов. Ее международная составляющая отвечает на вопрос о том, как это происходит в глобализированном мире.

Международная макроэкономика в широком смысле – это заключительный аккорд в многоплановой партитуре экономической теории, основанной на гармоничном слиянии основ микро и макроэкономики и их применении к объяснению экономического взаимодействия в современном мире. Она основывается на теории рыночной экономики, развивает ее и является важнейшим связующим звеном базовых университетских курсов макроэкономики и микроэкономики с прикладными экономическими дисциплинами (международный маркетинг, финансы, учет), изучаемыми в бизнес-школах.

В условиях роста экономической взаимозависимости значение теории международной экономики выходит далеко за пределы этих рамок. Она начинает впитывать отдельные, и весьма существенные, элементы как базовой теории рыночной экономики, так и прикладных бизнес-дисциплин, постепенно превращаясь в универсальную теорию открытой экономики, применяемую сегодня как для большинства стран мира, так и для сферы их экономического взаимодействия.

В рамках данного издания принято более узкое определение международной экономики как части теории рыночной экономики, изучающей закономерности взаимодействия хозяйственных субъектов разной государственной принадлежности в области международного обмена товарами, движения факторов производ-

[1] Слова Мефистофеля из трагедии И.-В. Гете «Фауст» (ч. I сцена IV).

ства и формирования международной экономической политики государств.

Предметом международной экономики являются:

- закономерности функционирования и развития в международном масштабе рыночной системы организации хозяйства;
- закономерности формирования совокупного спроса и совокупного предложения на товары и факторы производства, находящиеся в международном обороте;
- программирование открытой национальной экономики, в особенности ее реального, бюджетного, денежного и внешнего секторов, в условиях их взаимодействия с экономиками других стран;
- тенденции развития международных финансовых рынков и финансовых механизмов, обслуживающих функционирование международной экономики;
- институциональная структура регулирования международной экономики, принципы ее формирования, тенденции развития и пути совершенствования.

Метод анализа, использованный в учебнике, основан на идее всеобщего экономического равновесия совокупного спроса и предложения как некоего идеального состояния международной экономики. Совокупный спрос и совокупное предложение трактуются широко как спрос и предложение товаров одновременно на микроуровне и макроуровне, в государственных и международных масштабах. Это идеальное состояние макроэкономической системы. Ее действительное состояние – отклонение от равновесия.

Используемый метод является функциональным, нацеленным на выяснение и доказательство законов функционирования международной экономики; логическим, показывающим обусловленность взаимосвязи ее основных законов, по возможности в историческом контексте; модально-эмпирическим, предусматривающим формулировку понятий, их экономико-математическое и графическое обоснование и проверку тестом.

В теории международной экономики, как и в любой общественной науке, не существует абсолютно верных или абсолютно ложных понятий, теорем, подходов. Практически любой тезис является дискуссионным и подлежит многократной проверке. Поэтому в книге использован дискуссионный подход к международной экономике, означающий изложение диаметрально противоположных точек зрения по одному и тому же вопросу, если каждая из них в достаточной степени убедительна и доказуема. Мы стремились уйти от догматизма, констатации раз и навсегда данных «истин» или отстаивания теорий какого-либо одного направления экономической мысли. Это не значит, что использованные подходы эклектичны: главным стержнем монографии является логичная и стройная теория международной экономики, которая не отрицает существования плюрализма теоретических воззрений, а, напротив, приветствует их и отводит им достойное место в общем изложении. Дело читателя – быть прагматиком и выбрать тот подход или ту модель, которые ближе к его пониманию проблем или которые просто лучше служат решению его конкретных задач в области международного бизнеса, государственного управления или межгосударственной координации.

Структура исследования такова, что она обеспечивает последовательное рассмотрение основных закономерностей функционирования международной экономики.

Первая книга, вышедшая в 2013 году, посвящен изучению международной ***микро*экономики**, раскрывающей закономерности движения конкретного товара и факторов его производства в междуна-

родном масштабе. Он рассматривает такие важные вопросы, как закономерности спроса и предложения на конкретный товар и факторы его производства, механизмы ценообразования и распределения доходов, а также некоторые связанные с ними элементы макроэкономического регулирования.

Вторая книга, которую вы держите в руках, посвящен изучению международной ***макро*экономики**, раскрывающей закономерности поведения экономических властей стран и их взаимодействия в международном масштабе. Он рассматривает модели анализа и программирования открытой экономики, принципы устройства международной валютно-финансовой системы, механизмы многостороннего регулирования международной экономики, проблемы макроэкономической корректировки и макроэкономического программирования.

«Международная макроэкономика» состоит из четырех глав и 17 параграфов.

Он открывается *главой I*, посвященной концептуальным основам экономики открытой экономики. В ней рассмотрены главные международные макроэкономические балансы и пять ключевых тождеств международной макроэкономики, дается детальный анализ платежного баланса, приводится обзор международных финансовых рынков и механизмов регулирования международной экономики.

Глава II полностью посвящена международной валютно-финансовой системе. Она детально рассматривает ее структуру и делает особый акцент на ее ключевые компоненты – теорию валютного курса и методы оценки его соответствия фундаментальным макроэкономическим показателям.

Глава III посвящена вопросам макроэкономической корректировки открытой экономики. Начиная с аналитических моделей открытой макроэкономики, глава акцентирует внимание на макроэкономической политике в условиях открытой экономики и различиях в условиях фиксированного и плавающего валютного курса.

Глава IV содержит теорию макроэкономического программирования – анализ прошлых трендов, оценку текущего положения и прогнозирования будущего экономического развития в условиях открытой экономики. Последовательно проходя через все четыре сектора – реальный, бюджетный, денежный и внешний – книга завершается общими принципами макроэкономического программирования.

В начале книги автор дает советы, как пользоваться данным учебником. В конце книги имеется заключение, краткий глоссарий основных терминов, употребляемых в тексте и аннотированный список важных с учебной точки зрения публикаций.

Международная экономика – важнейшая составляющая часть экономической теории и одновременно самостоятельное направление экономической науки. Оно пересекается с макро и микроэкономикой, международными экономическими отношениями, международными валютно-кредитными отношениями, мировой экономикой и даже экономической географией, но далеко выходит за их пределы.

Открытая вами книга по международной экономике – не адаптация на русском языке западных учебников с использованием российских реалий. Переводы иностранных учебников весьма важны, но время их русифицированных и зачастую весьма неуклюжих версий давно прошло. Он адресуется всем, кто хочет и может изучать международную экономику, без знания которой немыслимы ни активная повседневная жизнь в динамичной рыночной среде, ни научные исследования, ни практический бизнес на международной арене. Более того,

без знания международной экономики вообще невозможно понять, что происходит в окружающем нас глобализированном мире.

Не ищите в этой книге готовых ответов. Как прозорливо отметил тот же Гете, «кто ищет – вынужден блуждать». Напротив, надеюсь, что прочитав эту книгу, у вас возникнет больше вопросов, ответы на которые мы будем искать вместе и в новых условиях.

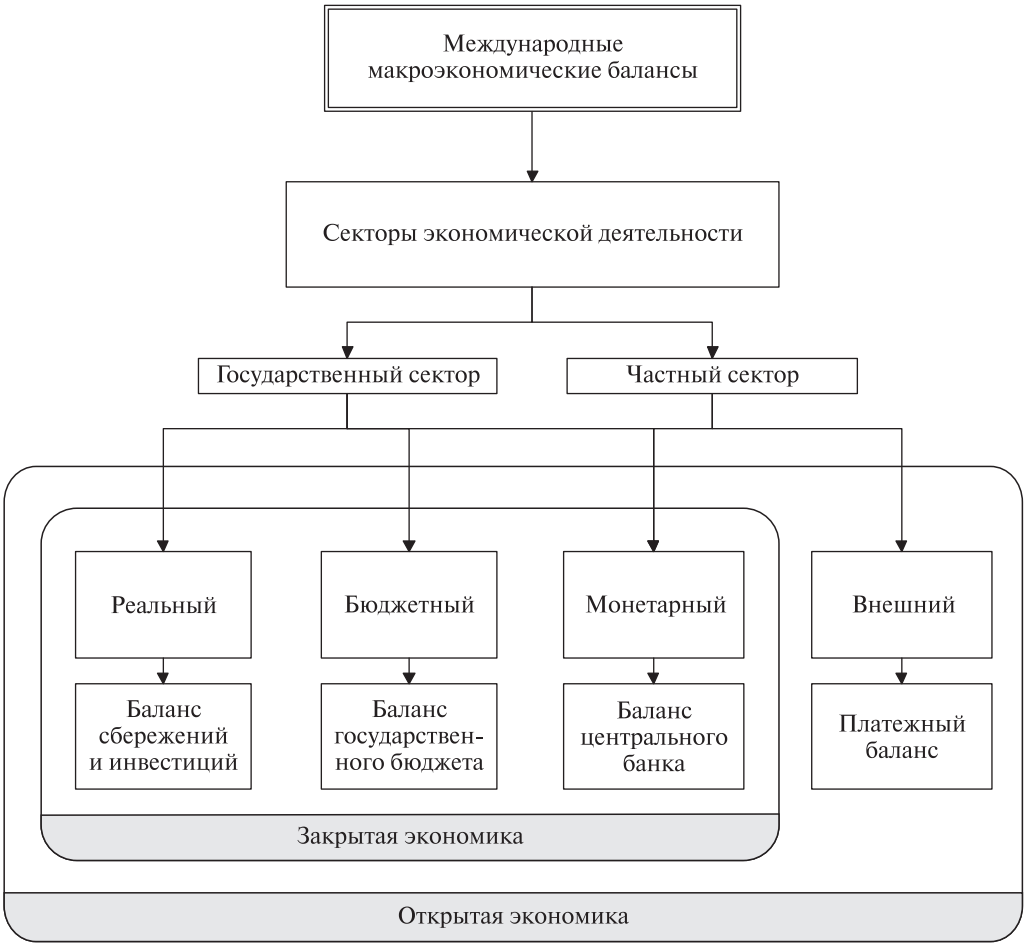
Моя задача состояла только в том, чтобы показать, как это можно делать.

Успехов!

Глава 1

МАКРОЭКОНОМИКА ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКИ

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Абсорбция
Активы
Баланс бюджета
Бюджетный сектор
Валовый внутренний продукт
Валовый национальный доход
Валовый национальный располагаемый доход
Внешнее финансирование
Внешний сектор
Внутреннее финансирование
Внутренние сбережения
Государственные сбережения
Государственный сектор
Денежный сектор
Международная макроэкономика
Национальные сбережения
Негосударственный сектор
Пассивы
Реальный сектор
Сальдо текущих операций платежного баланса
Сбережения
Счет текущих операций
Чистые трансферты
Чистый факторный доход

1. Международные макроэкономические балансы

В самом широком смысле, *экономика* (*economy*) – это группа экономических агентов (институциональных единиц), которые являются резидентами на определенной экономической территории. Подавляющее большинство экономических агентов имеют экономические связи только с другими экономическими агентами, центр экономического интереса которых находится на той же экономической территории. Такая экономика считается закрытой. В случае если значительное количество экономических агентов имеют существенные связи с экономическими агентами, центр экономического интереса которых находится за пределами своей экономической территории, такая экономика считается открытой.

Часть экономической науки, которая изучает закономерности функционирования открытой экономики, называется международной макроэкономикой.

@ *Международная макроэкономика* (*international macroeconomics*) – часть международной экономики, изучающая закономерности функционирования открытой экономики отдельных стран и их крупных секторов во взаимодействии друг с другом и мирового хозяйства в целом.

Институциональные единицы могут считаться экономическими агентами, если они отвечают четырем требованиям:

- владеют товарами или активами и вследствие этого имеют право обменивать принадлежащие им товары или активы с другими экономическими агентами;
- принимают экономические решения и вступают в экономическую деятельность и напрямую отвечают за ее результаты;
- принимают на себя от собственного лица обязательства и вступают в договорные отношения с другими экономическими агентами;
- имеют свой баланс и полный набор бухгалтерских счетов.

По этой логике в соответствии с системой национальных счетов, существуют только два типа экономических агентов: физические лица или группа физических лиц (домохозяйства) и юридические лица (корпорации, государственные организа-

ции и организации, не ставившие своей целью извлечение прибыли).

В закрытой экономике экономические агенты (домохозяйства, фирмы и государства) являются резидентами одной страны. Соответственно, они сами производят товары и услуги, распределяют их между собой и сами же потребляют. В открытой экономике резиденты активно взаимодействуют с нерезидентами. Это взаимодействие осуществляется через внешний сектор экономики, который обладает тремя ключевыми характеристиками. Речь идет о балансе инвестиций и сбережений, платежном балансе и валютном курсе.

Секторы экономической деятельности

Существует множество возможных подходов к определению внутренней структуры макроэкономики и места в ней международной экономики. Один из них связан с определением ключевых секторов экономической деятельности и взаимосвязей между ними через признанную во всем мире систему национальных счетов, то есть через функциональные и статистические взаимосвязи.

В целях анализа причинно-следственных связей открытую макроэкономику удобно разбить на четыре сектора по выполняемым ими функциям и два сектора по типу собственности. Каждый из секторов характеризуется индивидуальным балансом и может иметь связи с внешним миром.

Различают следующие функциональные секторы:

- *Реальный сектор* (*real sector*), который также может называться частным нефинансовым сектором, он включает домашние хозяйства и негосударственные нефинансовые предприятия. Этот сектор обеспечивает производство и предложение товаров страны на ее внутреннем и мировом рынке. Он же предъявляет спрос на товары в целях как личного, так и производственного потребления. Баланс реального сектора – валовый внутренний продукт или доход, используемый на инвестиции, потребление и чистый экспорт.
- *Бюджетный сектор* (*fiscal sector*), называемый также правительственным государственным или фискальным сектором. Этот сектор служит прежде всего для перераспределения доходов и занимается производством нерыночных товаров и услуг. Баланс бюджетного сектора – государственный бюджет, под которым может пониматься либо только бюджет центрального правительства, либо консолидированный бюджет центрального правительства, местных органов управления и государственных предприятий.
- *Денежный сектор* (*monetary sector*) – денежные потоки, проходящие через центральный и коммерческие банки. Этот сектор, который может также называться финансовым (*financial sector*) или банковским сектором (*banking sector*), служит для обслуживания финансовых потоков в экономике. Баланс денежного сектора представляет собой баланс всей денежно-кредитной сферы, состоящей из консолидированного баланса центрального и коммерческих банков.
- *Внешний сектор* (*external sector*), который включает операции между резидентами и нерезидентами каждого из вышеназванных секторов и возникающие в этой связи проблемы валютного курса. Этот сектор обслуживает все внешнеэкономические связи резидентов. Баланс внешнего сектора называется платежным балансом.

Секторы экономической деятельности по виду собственности включают:

- *Государственный сектор* (*public sector*) – правительство (центральные, региональные и местные органы власти), фонды государственного обеспечения, Центральный (Государственный) банк и государственные предприятия.
- *Негосударственный сектор* (*nongovernment/nonpublic sector*) – все осталь-

ные экономические единицы, которые не входят в государственный сектор.

Иногда негосударственный сектор узко трактуется как частный сектор (*private sector*). Это допустимо в случаях, когда роль предприятий смешанной формы собственности в экономике невелика или они вообще отсутствуют. В некоторых странах государственные предприятия могут относиться к негосударственному сектору на том основании, что независимо от их принадлежности предприятия производят продукцию для рынка, которая продается на конкурентных условиях и по рыночным ценам.

За исключением бюджетного сектора, все функциональные секторы экономической деятельности могут быть государственными и негосударственными (табл. 1.1). Например, производство в реальном секторе экономики может осуществляться государственными и частными предприятиями. Функционирование денежного сектора могут обеспечивать как государственные, так и частные банки и другие финансовые компании. Как государственные, так и частные компании могут продавать свою продукцию на внешнем рынке. По определению бюджетный сектор может быть только государственным.

Таблица 1.1. **Матрица секторов экономической деятельности**

	Государственный сектор	Негосударственный сектор
Реальный сектор	X	X
Бюджетный сектор	X	
Денежный сектор	X	X
Внешний сектор	X	X

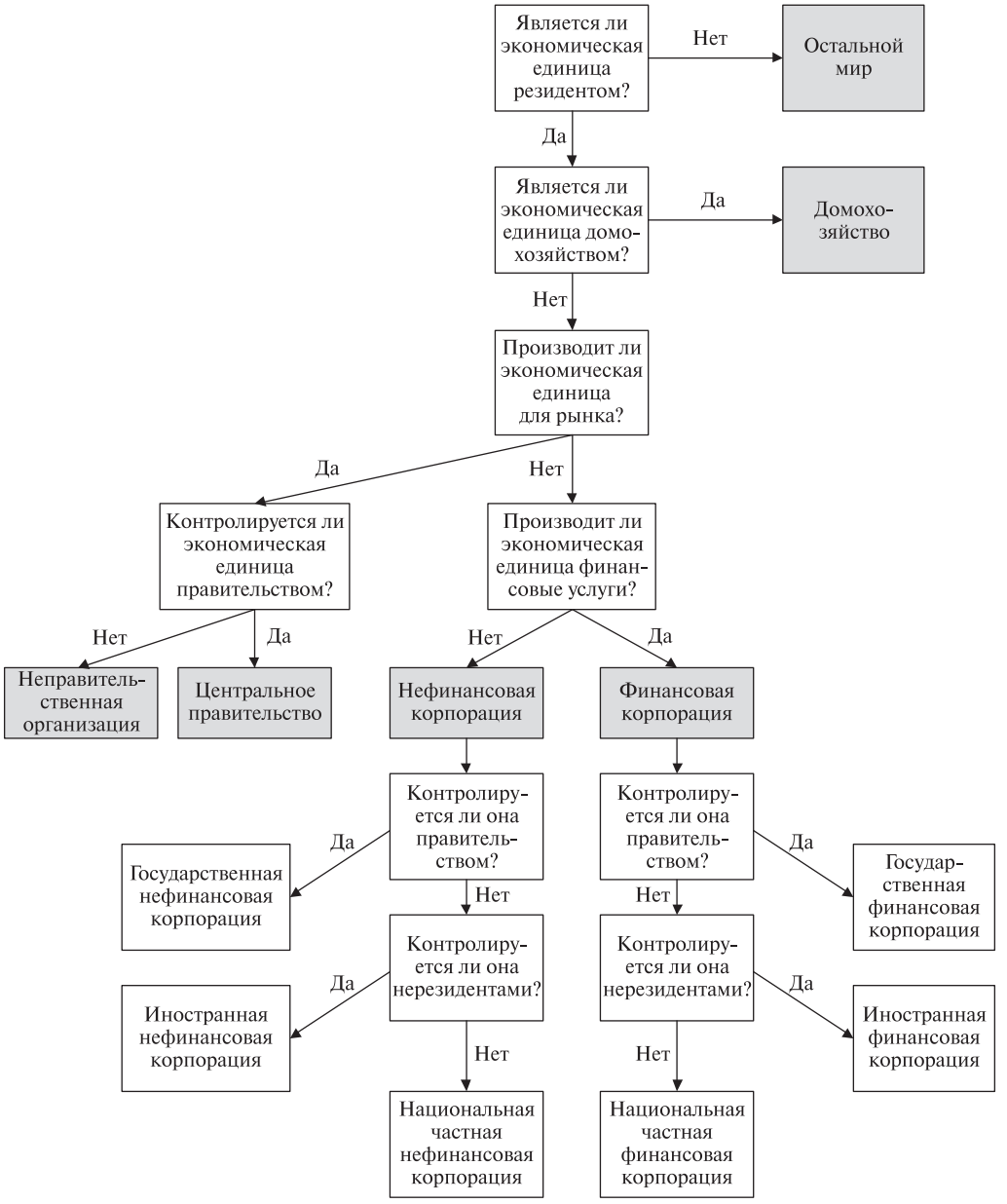
Каждый из перечисленных секторов выполняет определенную основную функцию, характеризуется некоторыми статистическими агрегатами, имеет свой баланс доходов и расходов, обслуживает определенные рынки и нацелен на специфический для каждого сектора результат (табл. 1.2).

Таблица 1.2. **Секторы экономической деятельности**

	Реальный сектор	Бюджетный сектор	Монетарный сектор	Внешний сектор
Основная функции	Производство рыночных товаров и услуг	Перераспределение доходов, производство нерыночных товаров и услуг	Привлечение депозитов и выдача кредитов; финансовое обслуживание других секторов	Взаимодействие с нерезидентами
Основные агрегаты	ВВП, ВНП, ВНРД	Доходы, расходы, финансирование	Широкие деньги, узкие деньги, мультипликатор	Счет текущих операций, счет финансовых операций, валютный курс
Основной баланс	Баланс сбережений и инвестиций	Баланс государственного бюджета	Баланс центрального банка	Платежный баланс
Основные рынки	Рыночных товаров и услуг	Нерыночных товаров и услуг	Кредитов и депозитов	Экспортный рынок, рынок импортных товаров, валютный рынок
Основной результат	Реальный экономический рост	Равновесие и занятость	Низкая инфляция	Стабильный валютный курс

В Системе национальных счетов (СНС) 2008 г. принято несколько иное деление на секторы экономической деятельности. СНС – это международно признанные правила учета экономической деятельности, отражающие основные макроэкономические связи, включая взаимодействие национальной и международной экономики (рис. 1.1). В соответствии с СНС сделки между секторами экономи-

Рис. 1.1. **Схема распределения экономических единиц по секторам**



Источник: System of National Accounts 2008. NY: Unated Nations. P. 40.

ческой деятельности в большинстве случаев состоят из сделок по передаче права собственности на материальные активы и соответствующих им финансовых сделок по оплате этих активов. Поскольку реальная сделка и финансовая сделка по сути являются двумя сторонами одной и той же медали, баланс этих сделок в рамках каждого сектора по определению должен быть равен нулю.

Если доходы сектора больше его расходов, то получаемый положительный баланс можно считать сбережениями, если же доходы сектора меньше его расходов, то получаемый отрицательный баланс можно считать потерей сбережений (отрицательными сбережениями). В любом случае баланс расходов и доходов должен равняться, с противоположным знаком, финансовому балансу. Значит, любые расходы каждого из секторов, которые превышают его доходы, должны финансироваться за счет сбережений, получаемых в других секторах. Например, дефицит государственного бюджета может финансироваться за счет кредитов центрального банка, а потребность инвестиций в промышленность – за счет расходов государственного бюджета. Если же расходы всех секторов национальной экономики превышают получаемые в них доходы, то поддержание равновесия становится возможным только при условии, если эти отрицательные сбережения будут финансироваться за счет сбережений в других странах, то есть притока капитала извне.

Различия закрытой и открытой экономики

Открытая экономика и описывающие ее макроэкономические модели существенно отличается от закрытой экономики и соответствующих ей макроэкономических моделей. Ключевых отличия три:

- В закрытой экономике экономические агенты-резиденты могут потреблять только то, что сами произвели и инвестировать только то, что сами сберегли. В открытой экономике резиденты могут потреблять как результаты собственного производства, так и производства нерезидентов и инвестировать как собственные сбережения, так и привлекать сбережения нерезидентов. *Макроэкономика национальных счетов в условиях взаимодействия резидентов с нерезидентами* – первая составляющая международной макроэкономики.

- Закрытая экономика состоит из трех основных секторов экономической деятельности – реального, бюджетного и монетарного – и несмотря на то, что каждый из них содержит международный элемент, часто предполагается, что соответствующие внешнеэкономические потоки равны нулю. Открытая экономика включает также и внешний сектор, представленный платежным балансом страны, который в явной форме отражает все потоки платежей между резидентами и нерезидентами и моделируется самостоятельно при макроэкономическом программировании отрытой экономики. *Макроэкономика платежного баланса* – вторая составляющая международной макроэкономики.

- Закрытая экономика предполагает, что производство, распределение, обмен и потребление осуществляются только резидентами и соответствующие платежи происходят лишь в национальной валюте. Открытая экономика вводит важнейшее понятие валютного курса, поскольку расчеты с нерезидентами, как по товарным, так и финансовым операциям, обычно требуют использования иностранных валют, которые обмениваются на национальную валюту по определенному курсу. *Макроэконо-*

мика валютного курса – третья составляющая международной макроэкономики.

В открытой экономике наиболее важными являются взаимосвязи платежного баланса, включающего основные операции внешнего сектора экономики, с соответствующими показателями внутреннего сектора – статьями национального дохода и валового национального продукта, денежного сектора и бюджетного сектора государства. В каждом из этих счетов имеется международный элемент, который напрямую связан с платежным балансом, отражающим взаимодействие экономики с внешним миром (табл. 1.3).

Основные международные компоненты, которые добавляются к закрытой экономике при переходе к экономической открытости, следующие:

- В реальном секторе (тождества 1–3): в закрытой экономике созданный продукт или доход расходуется только на потребление и инвестиции. В открытой экономике в зависимости от избранного агрегата он также включает чистый экспорт (экспорт минус импорт), чистый поток доходов (приток доходов минус их отток) и чистые трансферты (приток переводов минус их отток).
- Внутренние сбережения в закрытой экономике эквивалентны национальным сбережениям (тождества 4–5) и равны разности произведенного продукта и конечного потребления. В открытой экономике «внутренние» сбережения перестают быть внутренними и равны сумме инвестиций и торгового ба-

Таблица 1.3. **Различия между закрытой и открытой экономикой**

Агрегат	Закрытая экономика	Открытая экономика		
1. Валовый внутренний продукт	Y=C+I	Y=C+I+[X-Im]		
2. Валовый национальный доход	Y=C+I	Y=C+I+[(X-Im)+NY]	(X-Im)+NY=CAB	Y=C+I+CAB
3. Валовый национальный располагаемый доход	Y=C+I	Y=C+I+[(X-Im)+(NY+NT)]	(X-Im)+(NY+NT)=CAB	Y=C+I+CAB
4. Внутренние сбережения	S=Y-C	S=I+[X-Im]	X-Im=TB	S=I+TB
5. (Национальные) сбережения	S=Y-C	S=I+[(X-Im)+(NY+NT)]	(X-Im)+(NY+NT)=CAB	S=I+CAB
6. Резервные деньги	NDA_c=M0	NDA_c+NFA_c=M0		
7. Широкие деньги	NDA_c+$NDA_{k=M2}$	NFA+NDA=M2	NFA_c+NFA_b+NDA=M2	
8. Бюджетный баланс	Rev_d-Exp_d=F_d	Rev-Exp=F_d+F_e		

ланса. Национальные сбережения (или просто сбережения) равны сумме инвестиций и всего счета текущих операций.

- В денежном секторе (тождества 6–7): в закрытой экономике резервные деньги состоят только из чистых внутренних активов центрального банка, а широкие деньги – их чистых иностранных активов центрального и коммерческих банков. В открытой экономике резервные деньги – сумма чистых внутренних и иностранных активов центрального банка, а широкие, соответственно, сумма чистых внутренних и иностранных активов центрального и коммерческих банков.
- В бюджетном секторе (тождество 8): в закрытой экономике источники доходов бюджета находятся только внутри страны, и его расходы направляются только на финансирование программ внутри страны, а дефицит государственного бюджета может финансироваться только из внутренних источников. В открытой экономике бюджет получает доходы также и из внешних источников (налоги на международную торговлю, иностранные гранты), бюджетные средства расходуются на цели за пределами страны (выплату процентов по внешнему долгу, помощь зарубежным странам) и осуществляется финансирование бюджета из-за рубежа (займы, реструктуризация долга).

Связь между реальным и внешним секторами

Исходным пунктом модели макроэкономического равновесия, на которой основана СНС, является равенство объемов предложения товаров и услуг, с одной стороны, и спроса на них – с другой. Предложение товаров и услуг в данный год состоит из их производства резидентами внутри страны Y и их импорта из-за рубежа Im. Спрос включает совокупные расходы резидентов на потребление C и инвестиции I плюс экспорт за рубеж X.

Это соотношение, известное из общей теории макроэкономики, можно представить следующей формулой:

$$Y + Im = C + I + X.$$

Этим уравнением фактически выражаются все основные причинно-следственные связи в открытой экономике. Любая институциональная единица, будь то домашнее хозяйство, предприятие, правительство или государство в целом, может потребить и вывезти за рубеж товаров или услуг не более, чем она сумела произвести сама и ввезти из-за рубежа.

СНС выделяет несколько агрегированных показателей функционирования экономики, которые непосредственно связаны между собой.

Величина Y представляет собой один из возможных способов изменения совокупного выпуска, который по определению равен объему доходов в экономике. Это может быть показатель выпуска (ВВП) или показатель дохода (ВНД).

@ *Валовый внутренний продукт* (*ВВП*) (*gross domestic product, GDP*) – добавленная стоимость, произведенная резидентами внутри страны.

Вычисляется, как разность между выпуском (*output*) и промежуточным потреблением (*intermediate consumption*) плюс уплаченные налоги на продукты минус субсидии. ВВП – показатель размеров производства, а не дохода. Он может рассчитываться тремя способами: по добавочной стоимости в секторах экономики, по использованию дохода на потребление инвестиций и чистый экспорт и по источникам доходов как сумма прибыли зарплат и других доходов. Все три измерения ВВП должны быть одинаковыми.

Если считать, что Y – это GDP (тождество 1), то $Y = C + I + X - Im$.

Резиденты могут использовать факторы производства как у себя в стране (строя предприятия и производя продукцию), так и за рубежом (строя предприятия за границей или приобретая иностранные предприятия и производя продукцию на них).

Первичные доходы, генерируемые при производстве ВВП, могут распределяться как резидентам, так и нерезидентам. Аналогично, первичные доходы остального мира также могут распределяться резидентам и нерезидентам.

Чтобы перейти теперь от валового внутреннего продукта к валовому национальному доходу, необходимо учесть факторные доходы (*factor income*), выплачиваемые за рубеж и получаемые из-за рубежа.

@ *Валовый национальный доход* (*ВНД*) (*gross national income – GNI*) – это сумма ВВП (добавленной стоимости, произведенной внутри страны) и чистого факторного дохода из-за рубежа.

Если считать, что Y – *ВНД* (тождество 2), то

$$Y = C + I + X - Im + NY.$$

@ *Чистый факторный доход* (*net factor income – NY*) – разность доходов от использования имеющихся за рубежом факторов производства, которые находятся в собственности резидентов, и выплат нерезидентам за использование принадлежащих им факторов производства в данной стране.

В чистый факторный доход из-за рубежа включаются:

- разность доходов от инвестиционной деятельности, таких как полученная из-за рубежа прибыль на прямые и портфельные инвестиции и проценты на депозиты в зарубежных банках, и расходов на выплату прибыли нерезидентам на вложенный в данной стране иностранный капитал и процентов по вкладам нерезидентов в местных банках;
- разность переводов в страну и из страны рабочих-мигрантов, которые считаются резидентами своей, а не зарубежной страны. Обычно они находятся за границей ограниченное законодательством время, не позволяющее считать их резидентами иностранного государства;
- разность сумм ренты, полученной за сданную в аренду недвижимость за рубежом, принадлежащую резидентам данной страны, авторские гонорары, получаемые из-за границы, и т.д., и ренты, выплаченной нерезидентам за недвижимость, принадлежащую нерезидентам, но находящуюся в данной стране, авторских гонораров нерезидентам и т.д.

Когда импорт факторных доходов превышает их экспорт, чистый факторный доход положительный и ВНД больше ВВП. Когда импорт факторных доходов меньше их экспорта, то чистый факторный доход отрицательный и ВНД меньше ВВП. Тем самым, если учесть чистый факторный доход, то показатель объема выпуска/доходов принимает форму ВНП. Однако за рубеж в поисках работы могут направиться резиденты, так же как и резиденты других стран могут приехать в данную страну заняться производством и получать доходы. Поэтому понятие выпуска/доходов можно расширить и дальше.

@ *Валовый национальный располагаемый доход* (*ВНРД*) (*gross national disposable income, GNDI*) – сумма добавленной стоимости, произведенной внутри страны, чистого факторного дохода из-за рубежа ВНД и чистых трансфертов.

Чтобы определить величину ВНРД, к ВНД добавляют данные о чистых трансфертах из-за рубежа (NT). Если считать, что Y – *ВНРД* (тождество 3), то

$$Y = C + I + X - Im + NY + NT.$$

@ *Чистые трансферты* (*net transfers, NT*) – разность между переводами рабочих-мигрантов, которые считаются резидентами, из данной страны и в нее.

Понятие трансфертов важно для учета переводов рабочих-мигрантов. Если они считаются резидентами той страны, в которой они работают, то их денежные переводы на родину считаются трансфертами. Если же рабочие-мигранты продолжают рассматриваться как резиденты своей страны, то их переводы считаются факторными платежами. Тем самым понятие выпуска/доходов, уловив еще один их компонент, расширяется до уровня ВНД. Взаимосвязь основных агрегатов выпуска и доходов представлена в таблице 1.4.

Таким образом, связь между реальным и внешним секторами заключается в постепенном расширении понятия доходов страны, формируемых за счет собственного производства, путем добавления чистых доходов от внешней торговли, чистых трансфертов и чистых факторных доходов, получаемых от нерезидентов. Сумма торгового баланса, чистых трансфертов и чистых факторных доходов может быть положительной или отрицательной величиной. В первом случае валовый национальный располагаемый доход будет больше ВВП, во втором – меньше.

Связь между денежным и внешним секторами

Институциональные единицы в рамках денежного сектора, который также называют банковской или финансовой системой, разделяются на две основные группы:

- *руководящие денежные органы* (*monetary authorities*) – центральный (государственный, национальный) банк, эмитирующий национальную валюту, хранящий государственные золотовалютные резервы и управляющий всем денежным сектором экономики;
- *коммерческие банки* (*commercial banks*), привлекающие средства вкладчиков и выдающие их под процент заемщикам.

Предполагается, что денежная сфера, так же как и реальный сектор, должна находиться в состоянии равновесия, то есть ее активы должны соответствовать пассивам.

$$NFA + NDA = M2,$$

Таблица 1.4. **Агрегаты выпуска и доходов в СНС**

<table>
<tr><td></td><td></td><td>Чистые трансферты +NT</td><td rowspan="6">Валовый национальный располагаемый доход Y+C+I+X-Im+NY+NT</td></tr>
<tr><td></td><td>Чистый факторый доход +NY</td><td rowspan="5">Валовый национальный доход Y+C+I+X-Im+NY</td></tr>
<tr><td>Добавленная стоимость по отраслям</td><td rowspan="4">Валовый внутренний продукт Y=C+I+I+X-Im</td></tr>
<tr><td>Расходы на потребление, инвестиции и чистый экспорт</td></tr>
<tr><td>Доходы физических и юридических лиц</td></tr>
<tr><td>Налоги минус субсидии</td></tr>
</table>

где *NFA* (*net foreign assets*) – чистые иностранные активы, *NDA* (*net domestic assets*) – чистые внутренние активы, *M*2 (*broad money*) – широкие деньги.

- *Активы* (*assets*) – сумма чистых заграничных активов банковской системы (включая чистые государственные резервы), оцененных в национальной валюте, и чистого внутреннего кредита, предоставленного банковской системой.
- *Пассивы* (*liabilities*) – обязательства банковской системы перед частным и государственным секторами, то есть денежная масса, состоящая из наличных денег в обращении, депозитов и других денежных инструментов.

Чистые иностранные активы денежного сектора или, что то же самое, банковской системы (*NFA*) состоят из чистых иностранных активов, находящихся в центральном банке (NFA_c), и чистых иностранных активов коммерческих банков и других финансовых институтов (NFA_b):

$$NFA = NFA_c + NFA_b.$$

В большинстве случаев под международными резервами (*international reserves*, *R*) государства понимают только валютные резервы центрального банка, то есть его чистые иностранные активы (NFA_c), которые могут использоваться государством по своему усмотрению. Однако, если валютные резервы коммерческих банков NFA_b значительны и эффективно контролируются властями, то их тоже включают в понятие международных резервов, которое в этом случае совпадает с понятием чистых иностранных активов.

Иностранные активы денежного сектора (резервы) – главный источник финансирования дефицитов реального сектора, проявляющегося через дефицит текущего платежного баланса. Напомним, что по определению платежного баланса, изменение чистых резервов должно быть равно сумме сальдо текущего платежного баланса (*current account balance*, *CAB*) и изменения в чистом движении финансовых ресурсов (*financial account balance*, *FAB*):

$$CAB + FAB = -R.$$

Из уравнения следует, что, во-первых, источников международного финансирования дефицита текущего платежного баланса (*CAB*), а следовательно, и покрытия дисбалансов реального сектора всего два: либо приток финансового капитала из-за рубежа (*FAB*), либо использование государственных резервов (*R*). Во-вторых, эти источники различны по своему механизму. Чистый приток капитала из-за рубежа, означающий изменение чистых международных активов банковской системы (*NFA*) , не включенных в официальные резервы, финансирует только текущий баланс и показывается в счете движения капитала, то есть находится в платежном балансе «над чертой». Резервы *R* покрывают отрицательное сальдо всего платежного баланса, являются источником его финансирования в целом и отражаются в общем балансе, то есть выносятся «под черту». Поэтому резервы и приток капитала находятся по разные стороны равенства.

Напомним, что $CAB = Y - A$. Подставив это равенство в предыдущее, получаем:

$$Y - A + FAB = -R.$$

Это уравнение показывает, что абсорбция (*A*), превышающая доходы (*Y*), которая не финансируется за счет притока капитала из-за рубежа (*FAB*), приводит к потере резервов (*R*). Поскольку размеры резервов ограничены, ограничены и возможности финансирования дефицитов реального сектора за счет денежного. В этом заключается связь денежного и внешнего секторов.

Данные о денежном секторе обычно обобщаются на четырех различных уровнях: счета руководящих денежных орга-

нов (*accounts of the monetary authorities*), представляющие собой по сути баланс центрального банка; счета активов и пассивов коммерческих банков (*bank's assets and liabilities*), составляемые как их консолидированный баланс; обзор состояния денежной сферы (*monetary survey*), обобщающий данные баланса центрального банка и консолидированного баланса коммерческих банков; обзор состояния финансовой сферы (*financial survey*), включающий помимо обзора состояния денежной сферы также данные о денежно-кредитных операциях прочих финансовых институциональных единиц (пенсионные фонды, страховые компании, совместные фонды и др.).

Поскольку обзор состояния денежной сферы выполняется в национальной валюте, а платежный баланс составляется в долларах, то на сопоставимость показателей критическим образом влияет валютный курс. Например, изменение курса национальной валюты по отношению к доллару никак не отразится на данных о государственных резервах в платежном балансе (ибо они выражены в долларах), но сильно повлияет на соответствующие данные в обзоре состояния денежной сферы, поскольку они выражены в национальной валюте. В то же время на долларовой оценке государственных резервов может сказаться взаимное колебание курса доллара по отношению к тем валютам, в которых оценены отдельные части резервов.

Существует также опосредованная взаимосвязь денежного и внешнего секторов через счета реального сектора. Изменения в объемах внутреннего производства и расходов повлияют на счет текущих операций платежного баланса, что, в свою очередь, приведет к изменению в чистых зарубежных активах. Взаимосвязи денежного и реального секторов часто не поддаются формализации через алгебраические тождества. Их взаимосвязи отражают динамические связи – реакцию ключевых показателей реального сектора (инвестиций, потребления) на изменения в денежном секторе (изменения денежной массы, внутреннего кредита).

Таким образом, связь монетарного и внешнего секторов заключается в том, что сальдо платежного баланса в целом равно движению государственных валютных резервов, находящихся в распоряжении Центрального банка страны, а движение средств по текущему и финансовому счету платежного баланса отражается в изменениях в чистых международных активах банковской системы. При положительном сальдо платежного баланса Центральный банк накапливает валютные резервы, при отрицательном – теряет их. В случае дефицита счета текущих операций платежного баланса устойчивого финансирования за счет притока кредитов и капитальных трансфертов из-за рубежа, чистые международные активы банковской системы обычно растут, а при недостаточном финансировании – сокращаются.

Связь между бюджетным и внешним секторами

Внешний сектор также напрямую связан с государственным бюджетом любой страны. По определению, разность бюджетных доходов (*Rev*) и бюджетных расходов (*Exp*) должна быть равна имеющемуся финансированию *F*: $Rev - Exp = F$.

В доходы бюджета обычно включаются текущие доходы от налогов, доходы от вложения капитала и государственные дотации, а в расходы – текущие государственные расходы, капиталовложения и чистое кредитование. Существуют и другие определения композиции бюджета. Например, субсидии могут рассматриваться как статья финансирования, особенно если остальные виды финансирования значительно субсидируются и не

слишком отличаются от дотаций как таковых. Чистые кредиты могут также считаться финансированием, что стирает различия между финансированием, являющимся целью государственной политики, и финансированием, осуществляемым в целях управления государственной ликвидностью.

Налоги и другие сборы, идущие в доход бюджета, сокращают совокупный спрос в экономике за счет снижения покупательной способности частного (негосударственного) сектора. Государственные расходы, осуществляемые за счет бюджета, увеличивают совокупный спрос и являются наряду с потреблением предприятий и домашних хозяйств важнейшей частью валового потребления в экономике. Государственное потребление состоит из расходов правительства на товары и услуги, включая доходы государственных рабочих и служащих.

@ *Баланс бюджета* (*fiscal balance*) — разность между суммой доходов и расходов бюджета.

Сальдо может быть положительным, отрицательным или нулевым. Во втором случае оно называется дефицитом бюджета или бюджетным дефицитом. Разность между доходами бюджета и текущими расходами является показателем уровня сбережений в государственном секторе. Положительное сальдо, означающее высокий уровень сбережений государственного сектора, может рассматриваться и как фактор экономического развития, поскольку за счет них могут финансироваться значительные капиталовложения, и как политика сдерживания совокупного спроса. Отрицательное сальдо, означающее потерю сбережений в государственном секторе, может свидетельствовать о проведении правительством политики стимулирования производства за счет расширения совокупного спроса путем роста государственных расходов.

Для обеспечения сбалансированности бюджета и его текущей ликвидности отрицательное сальдо должно быть профинансировано. Финансирование бюджета нельзя путать с бюджетным финансированием тех или иных приоритетных направлений или программ. Финансирование бюджета подразделяется на финансирование за счет внутренних (F_d) или за счет внешних источников (F_e):

$$F = F_d + F_e.$$

- *Внешнее финансирование* (*external financing,* F_e) охватывает предоставленные данной стране другими странами новые займы за вычетом сумм погашения основной задолженности. Оплата процентов по внешним займам не рассматривается как отрицательное финансирование (отток капитала) и включается в текущие расходы бюджета над чертой. Операции государства по привлечению внешних займов для финансирования бюджета отражаются и в бюджете в национальной валюте как внешнее финансирование, и во внешнем секторе на счете движения капитала платежного баланса как привлечение долгосрочного или среднесрочного капитала. В данном случае классификация зависит от срока и вида используемого финансового инструмента. Внешнее финансирование бюджета является основным связующим звеном между бюджетным и внешним секторами.
- *Внутреннее финансирование* (*domestic financing,* F_d) обычно осуществляется путем предоставления банковских займов и небанковских займов. Общая сумма банковских займов бюджету содержится в обзоре состояния денежной сферы. Она равна величине изменения в объеме кредита банковской системы, предоставленного государству, за вычетом изменения депозитов правительства в банках. Небанковские займы представляют собой идущие в государственный бюджет доходы от продажи государственных долговых

обязательств (облигаций, казначейских векселей и т.п.).

Таким образом, связь между бюджетным и внешним секторами заключается в существовании внешних источников доходов – грантов, налогов на международную деятельность (экспорт, импорт), наличии расходов, направляемых нерезидентам (платежи процента по внешнему долгу, помощь зарубежным странам) и внешних источников финансирования дефицита государственного бюджета (внешние займы, прощение или отсрочка платежей по внешнему долгу).

Основные тождества международной макроэкономики

Для дальнейшего упрощения макроэкономических счетов можно ввести следующие понятия:

- *Абсорбция* (*absorbtion, A*) – расходы резидентов, включая правительство, на отечественные и иностранные товары и услуги, то есть $A = C + I$.
- *Сальдо текущих операций платежного баланса* (*current account balance, CAB*) – сумма показателей торгового баланса (экспорт товаров и услуг минус их импорт), чистого факторного дохода и чистых трансфертов, то есть $CAB = X - Im + NY + NT$.
- *Сбережения* (*savings, S*) – та часть выпуска или дохода, в любом из трех описанных выше определений Y, которая не была потреблена, то есть $S = Y - C$.

Сделав соответствующие подстановки, уравнение сальдо текущих операций можно переписать в следующем более общем виде:

$$CAB = Y - A.$$

Смысл этого уравнения заключается в том, что любой внутренний дисбаланс в конечном итоге приводит к дисбалансу внешнему. Для обеспечения внутреннего и внешнего баланса стоимостной объем предложения (объем выпуска/дохода) в идеале должен быть равен стоимостному объему совокупного спроса (абсорбции/ расходам), то есть их разность (сальдо текущих операций платежного баланса) должна быть равна нулю. Если совокупный доход резидентов больше их совокупных расходов, то сальдо платежного баланса положительное. Если совокупный доход резидентов меньше их совокупных расходов, то сальдо текущего платежного баланса отрицательное, а это означает дефицит.

Заметим, что показатель абсорбции всегда постоянный, $A = C + I$. Но в зависимости от того, какой показатель понимается под выпуском или доходом Y, изменяется композиция CAB. Если под Y понимается GDP, то CAB – простая разность экспорта и импорта товаров и услуг, $X - Im$. Если под Y понимается GDI, то CAB – разность экспорта и импорта товаров, услуг и факторных доходов, $X - Im + NY$. Если под Y понимается $GDDI$, то CAB – разность экспорта и импорта товаров, всех услуг и трансфертов, $X - Im + NY + NT$. Однако в аналитических целях чаще всего используется первый, упрощенный подход, по которому $Y = GDP$ и $CAB = X - Im$, т.е. это просто торговый баланс.

Ту же концепцию можно выразить и через понятие баланса сбережений и инвестиций. Доход это $Y = C + I + CAB$, тогда как сбережения – это доход, который не был потреблен, $S = Y - C$. Следовательно, $CAB = Y - C - I$ и $Y = S + C$. Откуда следует

первое основное тождество международной макроэкономики

$$S - I = CAB$$

– разность сбережений S и инвестиций I равна текущему счету платежного баланса CAB.

Через него определяются три ключевых понятия – счет текущих операций платежного баланса, сбережения и инвестиции. Счет текущих операций – понятие, существующее только в международной экономике. Сбережения и инвестиции существуют и в закрытой экономике, но в условиях открытой экономики их содержание значительно шире.

Посмотрим внимательнее на каждое из этих понятий.

Счет текущих операций. Платежный баланс страны отражает все потоки платежей между резидентами и нерезидентами. Эти потоки можно условно разделить на три группы – платежи по текущим операциям (*CAB – current account balance*), платежи по финансовым операциям (*FAB – financial account balance*) и изменение государственных резервов (*R-reserves*).

В результате получается

второе основное тождество международной макроэкономики

$$CAB + FAB + R = 0$$

– платежный баланс представляет собой сумму счета текущих операций *CAB*, финансовых операций *FAB* и накопления резервов *R*.

Допустим, что изменение резервов равно нулю, $R = 0$. Тогда $-FAB = CAB$. Отсюда, первое основное тождество – баланс инвестиций и сбережений – можно переписать как

$$S - I = -FAB.$$

Из этого тождества следует, что в открытой экономике любой дисбаланс между сбережениями и инвестициями внутри страны отражается на состоянии ее текущего баланса и финансового баланса с зарубежными странами.

Причем возможны три варианта:

- Если внутренние сбережения больше инвестиций, $S > I$, то $CAB > 0$, откуда следует, что $FAB < 0$, то есть страна испытывает чистый отток капитала и финансирует остальной мир за счет избытка своих сбережений над внутренними инвестициями.
- Если внутренние сбережения меньше инвестиций, $S < I$, то $CAB < 0$, откуда следует, что $FAB > 0$, то есть страна испытывает чистый приток капитала и финансирует часть своих инвестиций за счет сбережений остального мира.
- Если внутренние сбережения равны инвестициям, $S = I$, то $CAB = 0$, откуда следует, что $FAB = 0$, то есть страна не испытывает ни притока, ни оттока капитала, и финансирует свои инвестиции только за счет собственных сбережений.

Сбережения необязательно должны равняться инвестициям, а текущий баланс – нулю. Развивающиеся страны могут проводить политику отрицательного сальдо текущих операций платежного баланса, если они его устойчиво финансируют за счет притока капитала из остального мира. Некоторые развитые страны и страны с формирующимся рынком имеют большой профицит текущего баланса и вполне рационально проводят политику финансирования остального мира за счет избытка своих сбережений. Поэтому важно не достижение полного баланса сбережений и инвестиций, а устойчивость существующего дисбаланса.

Допустим, счет текущих операций платежного баланса отрицательный. Это негативное явление, если оно при данном уровне инвестиций отражает низкий уровень сбережений вследствие слишком высокого текущего потребления или слишком высокий уровень инвестиций, которые растрачиваются впустую и не приводят к ускорению экономического роста. Однако отрицательное сальдо текущего баланса может считаться положительным явлением, если предельное текущее потребление дает экономике боль-

шую отдачу, чем предельное потребление, которым придется пожертвовать в будущем.

Аналогичная ситуация складывается, если отрицательное сальдо текущего баланса отражает слишком высокие инвестиции при данном уровне сбережений. Инвестиции финансируются за счет притока капитала из-за рубежа. В случае займов отрицательное сальдо следует рассматривать как позитивное явление, если отдача на инвестиции превышает стоимость заемных средств, то есть норма прибыли от проектов, финансируемых за счет внешних займов, выше процента, под который эти займы получены. Если же инвестиции проедаются, то есть вкладываются в низкорентабельные проекты, отдача по которым ниже цены заемных средств, отрицательное сальдо текущего баланса, очевидно, должно рассматриваться как негативное явление.

Сбережения. В соответствие с Системой национальных счетов (СНС) 2008 г. сбережения (*savings*) – это доход, не истраченный на конечное потребление. Отсюда следует

третье основное тождество международной макроэкономики

$$S = Y - C$$

– сбережения S – это разность между валовым национальным располагаемым доходом Y и расходами на конечное потребление C.

Если сбережения – величина положительная, то превышение дохода над потреблением должно быть использовано на инвестиции или оплату долгов. Если сбережения – величина отрицательная, значит расходы на потребление превышают располагаемый доход, что возможно только если экономические агенты либо продают свои активы, либо берут средства в долг.

Часто в экономическом анализе открытой экономики используются понятия внутренних и национальных сбережений. Этих понятий в СНС нет. Из основного тождества открытой макроэкономики следует, что $S = I + CAB$.

- *Национальные сбережения* (*national saving*) – сумма инвестиций и текущего счета платежного баланса, $S_n = I + CAB$.
- *Внутренние сбережения* (*domestic saving*) – сумма инвестиций и торгового баланса, $S_d = I + TB$.
- *Государственные сбережения* (*public saving*) – разность всех государственных доходов и текущих расходов государственного бюджета. Если предположить, что баланс бюджета – это разность всех его доходов Rev и расходов Exp, состоящих из текущих расходов Z и инвестиционных расходов I_g, то есть $Rev = Z + I_g$, то государственные сбережения – это $S_g = Rev - Z$. Из чего следует, что $S_g - I_g = Rev - Z - I_g = Rev - Exp$.

Напомним, что счет текущих операций – это сумма торгового баланса, чистого дохода и чистых трансфертов, то есть $CAB = TB + NY + NT$. Следовательно, если $NY + NT > 0$, то национальные сбережения превышают внутренние, $S_n > S_d$. В обратном случае, когда сумма $NY + NT < 0$, национальные сбережения оказываются меньше внутренних, то есть $S_n < S_d$.

Разделим теперь экономику на государственный сектор (*g-government*) и частный (негосударственный) сектор (*p-private*), в который включаются частные домохозяйства и частные корпорации. В результате первое основное тождество международной макроэкономики примет следующий вид:

$$(S_g + S_p) - (I_g + I_p) = CAB.$$

Его можно переписать следующим образом

$$(S_g - I_g) + (S_p - I_p) = CAB.$$

Баланс государственных сбережений и инвестиций примерно равен балансу государственного бюджета, то есть разности между доходами *Rev* и расходами *Exp* бюджета, $S_g - I_g \approx Rev - Exp$. Откуда

$$(Rev - Exp) + (S_p - I_p) = CAB.$$

Тождество говорит, что состояние текущего счета платежного баланса, а значит и приток или отток капитала по счету финансовых операций, зависит от баланса государственного бюджета и состояния баланса частных сбережений и инвестиций.

Правительство может контролировать государственный бюджет, но не может полностью контролировать счет текущих операций, поскольку в них вовлечен также и частный сектор. Это простое тождество позволяет сделать несколько важных выводов об экономической политике.

- Баланс частных сбережений и инвестиций неизменен $S_p - I_p = const$, тогда любое изменение баланса государственного бюджета приведет к аналогичному изменению счета текущих операций платежного баланса. Например, увеличение дефицита бюджета на 1% ВВП приведет к росту дефицита счета текущих операций также на 1% ВВП. Следовательно, если страна имеет слишком большое отрицательное сальдо по текущим операциям, один из способов сократить его – уменьшить дефицит бюджета.
- Дефицит государственного бюджет неизменен $Rev - Exp = const$, тогда любое изменение баланса частных сбережений и инвестиций приведет к симметричному изменению счета текущих операций. Соответственно, если страна имеет слишком большое отрицательное сальдо по текущим операциям, еше один способ сократить его – увеличить частные сбережения или сократить частные инвестиции.
- Баланс счета текущих операций неизменен, $CAB = const$. В этом случае рост дефицита государственного бюджета должен покрываться за счет увеличения профицита баланса частных сбережений или инвестиций. То есть, если нет возможности увеличивать займы из-за рубежа для финансирования дефицита госбюджета, то его придется финансировать национальному частному сектору путем наращивания частных сбережений или сокращения частных инвестиций.
- Частные сбережения в этом тождестве выражены следующим образом: $S_p = I_p + CAB + (Exp - Rev)$. Полученное тождество говорит, что внутренние частные инвестиции I_p, инвестиции за рубеж ($CAB = -FB$) и дефицит государственного бюджета ($Exp - Rev$) должны в конечном итоге финансироваться за счет частных сбережений. Выражая последовательно каждую из переменных, можно сделать соответствующие выводы об экономической политике.

В реальной жизни выпуск/доходы никогда не равняются абсорбции и, соответственно, сбережения не равны инвестициям. Следовательно, текущий баланс отличен от нуля, что может также свидетельствовать о разбалансированности экономики и необходимости поиска источников ее финансирования. Однако без дополнительной информации нельзя сделать вывод относительно того, что привело экономику к дисбалансу – разбалансировка внешних расчетов (например, в результате ухудшения условий торговли) или внутренняя несбалансированность (например, в результате слишком высокого дефицита бюджета). Если по какой-либо причине реальный сектор находится в состоянии дисбаланса, то воз-

никающее в результате отрицательное сальдо текущих операций платежного баланса должно быть покрыто, профинансировано.

Из взаимодействия бюджетного и внешнего секторов открытой экономики вытекает

четвертое основное тождество международной макроэкономики

$$Rev - Exp = F_d + F_e$$

– дефицит государственного бюджета ($Rev - Exp$) должен покрываться за счет внутренних F_d и внешних F_e источников финансирования.

Наконец, из взаимосвязи монетарного и бюджетного секторов в открытой экономике следует

пятое основное тождество международной макроэкономики

$$NFA_c + NFA_b + NDA = M2$$

– предложение денег (сумма чистых иностранных активов центрального банка NFA_c, коммерческих банков NFA_b и чистых внутренних активов банковской системы NDA) равно спросу экономических агентов на широкие деньги $M2$.

В реальности при изменении одного из компонентов основных тождеств все остальные переменные не остаются неизменными. Поэтому рассмотренные тождества международной макроэкономики являются не более чем тождествами – они арифметически должны выполняться, но они абсолютно ничего не говорят о взаимном влиянии входящих в них переменных. Например, взаимосвязь между дефицитом государственного бюджета и счетом текущих операций платежного баланса не означает, что рост дефицита бюджета на X процентов приведет к росту дефицита счета текущих операций платежного баланса также на X процентов. Для этого необходимо, чтобы все остальные переменные оставались неизменными, что практически невозможно.

Основные тождества международной макроэкономики можно представить в виде спроса и предложения в каждом из секторов следующим образом (табл. 1.5).

Таблица 1.5. **Основные макроэкономические тождества**

Сектор	Предложение		Спрос
Реальный	Y	=	$C + I + CAB = C + S$
Бюджетный	$Rev + F$	=	Exp
Монетарный	M	=	$NFA + NDA$
Внешний	$FAB + R$	=	CAB
Основное тождество	$S - I$	=	CAB

РЕЗЮМЕ

1. В аналитических целях экономику страны можно разделить на четыре сектора экономической деятельности – реальный, бюджетный, монетарный (финансовый) и внешний. Экономические единицы, действующие в экономике, представлены домохозяйствами, корпорациями, государством и остальным миром. Экономические единицы в каждом из секторов, за исключением бюджетного сектора, могут быть государственными или частными (негосударственными).

2. Открытая экономика и описывающие ее макроэкономические модели существенно отличаются от закрытой экономики и соответствующих ей макро-

экономических моделей. Ключевых отличия три.

- В открытой экономике резиденты могут потреблять как результаты собственного производства, так и производства нерезидентов и инвестировать как собственные сбережения, так и привлекать сбережения нерезидентов.
- Помимо реального, бюджетного и монетарного секторов, открытая экономика включает также и внешний сектор, представленный платежным балансом страны, который в явной форме отражает все потоки платежей между резидентами и нерезидентами.
- В открытой экономике при осуществлении платежей между резидентами и нерезидентами используются различные валюты, которые обмениваются друг с другом по валютному курсу.

3. Связь между реальным и внешним секторами в открытой экономике заключается в том, что агрегаты выпуска и доходов в Системе национальных счетов постепенно расширяют ВВП за счет добавления к нему международных элементов. В открытой экономике доходы страны формируются за счет собственного производства и доходов от внешней торговли, чистых трансфертов и чистых факторных доходов, получаемых от нерезидентов.

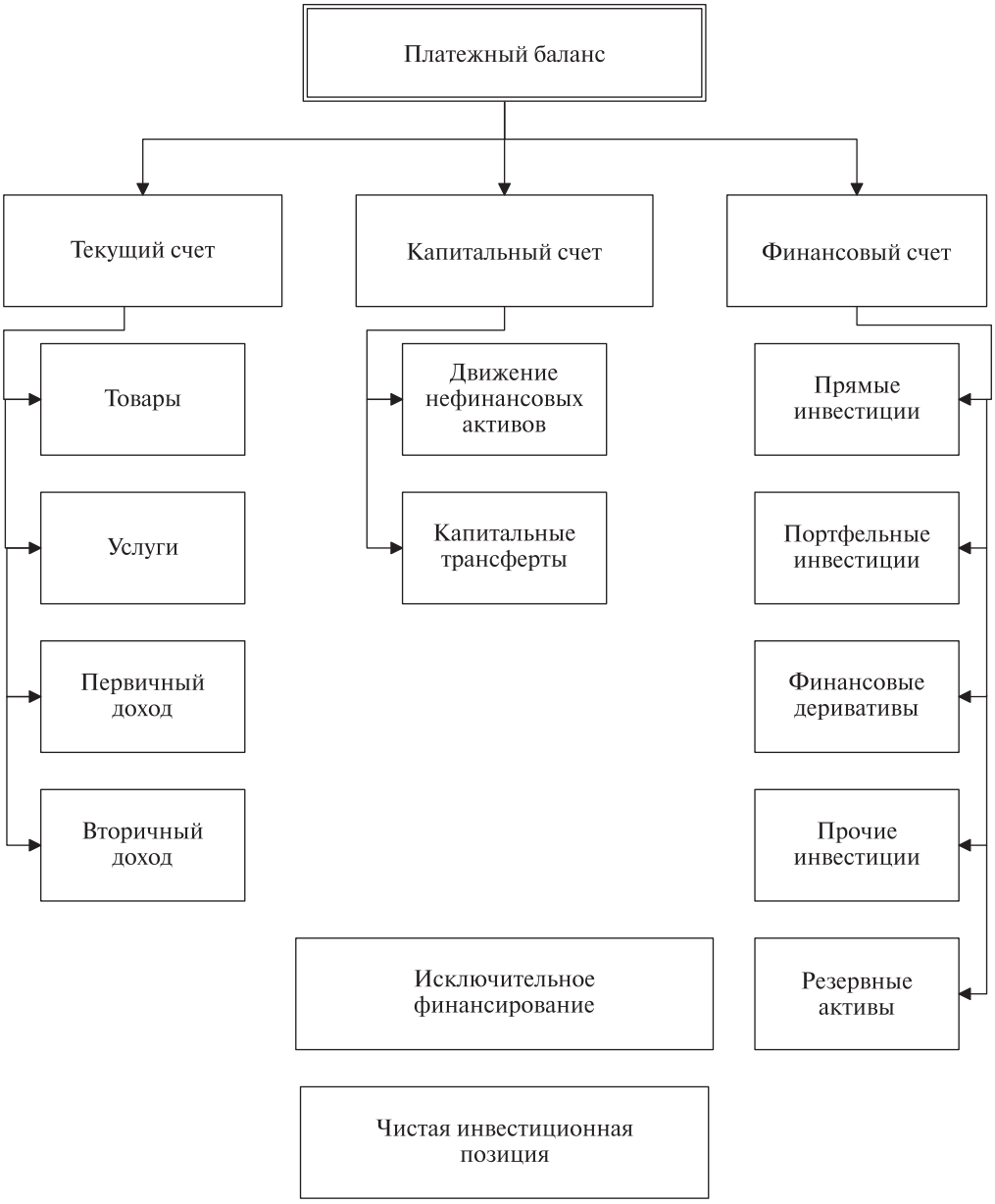
4. Связь между бюджетным и внешним секторами заключается в существовании внешних источников доходов (грантов, налогов на международную деятельность – экспорт, импорт), наличии расходов, направляемых нерезидентам (платежи процента по внешнему долгу, помощь зарубежным странам) и внешних источников финансирования дефицита государственного бюджета (внешние займы, прощение или отсрочка платежей по внешнему долгу).

5. Связь монетарного и внешнего секторов заключается в том, что сальдо платежного баланса в целом равно движению государственных валютных резервов, находящихся в распоряжении центрального банка страны. В то же время движение средств по текущему и финансовому счету платежного баланса отражается в изменениях чистых международных активов банковской системы. Положительное сальдо платежного баланса означает накопление государственных валютных резервов, отрицательное – их сокращение.

6. Международные макроэкономические балансы могут быть представлены в виде пяти основных тождеств международной макроэкономики:

- Разность сбережений и инвестиций равна счету текущих операций платежного баланса.
- Платежный баланс – это сумма платежей по текущим операциям, финансовых платежей и накопления государственных валютных резервов.
- Сбережения – это часть валового национального располагаемого дохода, которая не была потреблена.
- Дефицит государственного бюджета должен покрываться за счет внутренних и внешних источников финансирования.
- Предложение денег (сумма чистых иностранных активов центрального банка, коммерческих банков и чистых внутренних активов банковской системы) равно спросу экономических агентов на широкие деньги.

План-схема


Платежный баланс
Текущий счет
Капитальный счет
Финансовый счет
Товары
Услуги
Первичный доход
Вторичный доход
Движение нефинансовых активов
Капитальные трансферты
Прямые инвестиции
Портфельные инвестиции
Финансовые деривативы
Прочие инвестиции
Резервные активы
Исключительное финансирование
Чистая инвестиционная позиция

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Аннулирование долга
Аннулирование долга кредитором
Время регистрации
Вторичный доход
Денежные переводы
Дивиденды
Займы
Инвестиционные гранты
Исключительное финансирование
Капитальные трансферты
Капитальный счет
Косвенная прямая инвестиция
Кредитные производные
Личные переводы
Маржа
Международная инвестиционная позиция
Монетарное золото
Немонетарное золото
Непосредственная прямая инвестиция
Нерезиденты
Обмен задолженности на акции
Оплата труда занятых
Опцион
Первичный доход
Переоформление задолженности
Платежный баланс
Портфельные инвестиции
Правила учета
Процент
Прямые инвестиции
Резервная позиция в МВФ
Резервные активы
Резиденты
Реинвестированная прибыль
Рента
Рыночная цена
Своп
Система вертикальной двойной записи
Система горизонтальной двойной записи
Специальные права заимствования
Текущие трансферты
Текущий счет
Товары
Услуги
Учетная единица
Финансовый деривативъ
Финансовый счет
Форвард
Экономическая территория страны

2. Платежный баланс

Платежный баланс представляет собой важнейшее тождество международной макроэкономики, в котором в концентрированной форме отражаются все дисбалансы, существующие в национальной экономике и ее взаимоотношениях с остальным миром. Платежный баланс представляет собой агрегированный документ, в котором содержатся ответы на такие важные вопросы, как соответствие уровня валютного курса его фундаментальным детерминантам, наличие дисбаланса инвестиций и сбережений в экономике в целом, источники финансирования или причины утечки капиталов. Практически лишь на основе изучения платежного баланса правительство в состоянии понять стоящие перед ним макроэкономические проблемы не только с точки зрения своих чисто национальных интересов, но и многочисленных связей страны с международной экономикой в целом.

@ *Платежный баланс (balance of payments)* – статистический отчет об экономических операциях между резидентами и нерезидентами в течение определенного периода времени.

На максимально возможном уровне обобщения платежный баланс состоит из: (1) потоков реальных ресурсов – экспорта и импорта товаров и услуг; (2) потоков

финансовых ресурсов, являющихся платой за приобретение или продажу соответствующих реальных ресурсов, либо независимых от них финансовых потоков. Как видно из определения, для правильного понимания и анализа платежного баланса необходимо прежде всего установить основные принципы его составления.

Принципы составления

К основным принципам составления платежного баланса относятся следующие:

- *Система вертикальной двойной записи (vertical double-entry system).* Поскольку платежный баланс представляет собой бухгалтерское балансовое тождество, а каждая международная сделка – обмен или трансферт, любая отражаемая в платежном балансе операция должна быть представлена двумя записями, имеющими одинаковое стоимостное выражение. Одна из этих записей обозначается как кредит со знаком плюс, другая – как дебет со знаком минус. По кредиту регистрируется движение реальных ресурсов – экспорт товаров и услуг, а по статьям потоков финансовых ресурсов – операции, ведущие к сокращению международных активов данной страны или к увеличению ее внешних обязательств, пассивов. Таким образом, для активов, независимо от того, являются они реальными или финансовыми, положительное число в кредите означает отток, уменьшение запасов, тогда как отрицательное число означает их приток, увеличение запасов. По дебету также регистрируется движение реальных ресурсов, но в данном случае импорт товаров и услуг, а по статьям потоков финансовых средств – операции, ведущие к увеличению международных активов резидентов или к сокращению их внешних обязательств. Таким образом, для обязательств положительная величина в кредите характеризует их увеличение, а отрицательная – уменьшение. Сумма записей по кредиту должна быть равна сумме записей по дебету платежного баланса.

- *Система горизонтальной двойной записи (horizontal double-entry system)* – отражение в платежном балансе экономических отношений между различными институциональными единицами. Если фирма-резидент продает товар фирме-нерезиденту, счета обеих фирм должны показывать записи на одинаковые суммы. В принципе в рамках международной экономики в целом это означает, что, например, товарный экспорт всех стран мира должен быть равен их импорту, вывоз прямых инвестиций – их ввозу и международные переводы прибыли – ее получению. В соответствии с данной логикой, дефицит счета текущих операций всех стран, в которых такой дефицит существует, должен быть равен сумме профицитов стран, где существует профицит по текущим операциям. Глобальный платежный баланс всех стран мира, взятых вместе, должен равняться нулю. На практике всегда существуют расхождения, которые относятся к статистическим пропускам и ошибкам.

- *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. Экономическая территория охватывает землю и воздушное пространство. 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 у материковой части. В экономическую территорию входят также территориальные воды, в пределах которых страна имеет исключительное право на рыбную ловлю и добычу природных ископаемых, а также территориальные анклавы, расположенные в других

странах, такие как свободные экономические зоны, посольства, консульства, военные базы, научные станции, подразделения центрального банка, государственные агентства по оказанию помощи зарубежным странам и пр. Тем самым граница экономической территории не всегда совпадает с государственной границей.

• *Резиденты – нерезиденты (residents – nonresidents).* В качестве резидента выступают домашние хозяйства или юридические лица (корпорации, отделения зарубежных фирм, некоммерческие организации, органы государственного управления), находящиеся в стране более года и имеющие в ней экономические интересы: располагаются на ее экономической территории, ведут на ней хозяйственную деятельность и осуществляют экономические операции в течение не менее года. Права владения собственностью (землей, сооружениями и пр.) достаточны для того, чтобы считать, что данное лицо имеет экономические интересы в данной стране. Если физическое лицо находится за пределами экономической территории страны более года, оно перестает быть резидентом. Туристы, сезонные рабочие, студенты, приграничные рабочие, персонал международных организаций, местный персонал иностранных посольств, команды кораблей и экипажи самолетов, больные, находящиеся на лечении за рубежом, продолжают оставаться резидентами страны своего основного местожительства. Корпорации считаются резидентами той страны, на экономической территории которой они выпускают основную долю производимых ими товаров и услуг. Если корпорация не имеет реальной формы, то есть основаны на использовании интернета (банки, страховые компании, инвестиционные компании и пр.), то они считаются резидентами той страны, где зарегистрированы в качестве юридического лица. При регистрации корпорации в нескольких странах для различных целей страна основной регистрации, которая ведет к образованию юридического лица, считается страной расположения такой корпорации.

• *Рыночная цена (market price)* – цена, по которой товары, услуги и услуги труда обмениваются или могут быть обменены на наличные деньги. Для регистрации операций в платежном балансе используются рыночные цены – сумма денег, которую покупатель готов добровольно заплатить за товар или услугу, приобретаемые у продавца, готового, в свою очередь, добровольно продать ему этот товар, то есть это цена, по которой заключаются реальные сделки между независимым покупателем и независимым продавцом. Рыночная цена устанавливается только один раз в конкретной сделке, совершенной в определенных условиях. Следующая сделка с тем же товаром и в таких же условиях вполне может произойти по иной рыночной цене. 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, например при бартерном обмене товарами, когда хотя бы одна из сторон вступает в сделку недобровольно, операциях между подразделениями одной и той же корпорации и пр. В этих случаях такие операции оцениваются в рыночных ценах, зафиксированных по аналогичным сделкам на свободном рынке. Рыночная цена не обязательно устанавливается в условиях рынка свободной конкуренции. Рыночные цены возникают при сделках и на рынках несовершенной конкуренции, например в условиях монополии, олигополии или монопсонии.

• *Время регистрации (time of registration).* 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 не очевиден, то им считается момент соответствующей бухгалтерской записи в учете покупателя и продавца. В платежном балансе используется накопительная база (*accrual accounting*) для регистрации потоков. Потоки регистрируются в момент, когда экономическая ценность создается, трансформируется, обменивается или уничтожается, то есть когда передается право собственности на товар или оказывается услуга, а не когда они оплачиваются. Общие правила фиксирования наиболее сложных транзакций в платежном балансе следующие: сделки, связанные с покупкой или продажей услуг, фиксируются в момент оказания услуги; доход фиксируется в момент получения, а процент по долгу – когда он должен быть выплачен; дивиденды фиксируются в тот день, когда они должны быть выплачены; переводы фиксируются при изменении собственника товаров или денег; сделки с акциями и облигациями фиксируются при внесении обеими сторонами их в свою отчетность; займы фиксируются, когда сумма займа переводится заемщику; платежи по основной сумме долга фиксируются в момент выплаты.

- *Учетная единица (accounting unit)*. В подавляющем большинстве стран платежный баланс составляется в долларах. Если при подготовке платежного баланса используется та расчетная единица, которая применяется ими во внутренних расчетах и учете, то для пересчета данных в доллары рекомендуется использовать курс национальной валюты к доллару, фактически действовавший на рынке на дату составления платежного баланса. При использовании в расчетах по внешнеэкономическим операциям нескольких валютных курсов 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.

- *Правила учета (accounting rules)*. Платежный баланс составляется по форме счета Т-счета, но анализируется в форме одноколоночной таблицы. Эти правила можно суммировать следующим образом (табл. 2.1):

Таблица 2.1. **Платежный баланс: основные правила учета**

Экспорт товаров и услуг	Кредит (+)
Импорт товаров и услуг	Дебет (–)
Рост финансовых обязательств	Кредит (+)
Рост финансовых активов	Дебет (–)
Сокращение финансовых обязательств	Дебет (–)
Сокращение финансовых активов	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

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 также является статистической таблицей, платежный баланс не одобряется законодательными органами власти и не имеет форму закона. Он также отличается от обзора денежно-кредитной сферы, которая основана на балансах ЦБ и коммерческих банков, и также представляет собой документ строгой отчетности. Платежный баланс – это скорее аналитический документ, неизбежно содержащий 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.

Платежный баланс составляется на основе данных:

- *Таможенной статистики* – сделки с товарами, зарегистрированные таможенными органами. Таможенные органы регистрируют в своей отчетности стоимость партий товара, экспортированных и импортируемых в страну, так как они декларируются поставщиками. Основные ошибки могут возникать в связи с завышением цены импорта (например, в целях незаконного перевода валюты за рубеж), занижением цены экспорта, регистрацией экспорта или импорта не по контрактной, а по справочной цене. К ошибкам в платежном балансе также приводит наличие нерегистрируемой торговли (контрабанды, приграничной торговли), а также консигнационной торговли. Нередко торговля в кредит регистрируется как обычная торговля за наличные, а не как запись, параллельная получению торгового кредита. Дары, как частные, так и межгосударственные гранты, вообще могут не попадать в торговую статистику.

- *Статистики денежного сектора* – данные об иностранных активах и пассивах банковской системы (ЦБ и коммерческих банков). Это обычно наиболее надежный источник информации, поскольку данные приходят из балансов банков. Однако ошибки также могут возникать часто из-за того, что банковская отчетность многих стран может не делать различия между операциями (депозитами, кредитами и пр.) резидентов и нерезидентов, не учитывает операции нерезидентов в национальной валюте, не принимает во внимание колебания валютного курса при оценке валютных резервов, хранимых в виде иностранных ценных бумаг.

- *Статистики внешнего долга* – данные о запасах, потоках и выплатах по государственному и частному внешнему долгу резидентов нерезидентам. Данные о внешнем долге могут накапливаться либо министерством финансов, либо ЦБ. Однако нередко для перепроверки этих данных приходится использовать статистику стран, предоставляющих кредиты данному государству, или статистику международных организаций, прежде всего

Мирового банка, ОЭСР, Банка международных расчетов. Проблемы могут быть связаны опять-таки с отсутствием разбивки на резидентов и нерезидентов в отчетности, например, по внутреннему долгу.

• *Статистических опросов* – данные о международной торговле услугами, трудовых доходах, переводах мигрантов, носящие обычно оценочный характер, поскольку собираются через периодические опросы туристических компаний, гостиниц, миграционных бюро. Наиболее сложным является сбор информации о прямых и портфельных инвестициях, инвестиционных доходах и обслуживании долга частным сектором, поскольку такие данные также оцениваются на основе только выборочного опроса предприятий. Ошибки могут 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.

• *Статистики операций с иностранной валютой*. Эти данные представляют особую ценность в тех странах, где по закону экспортеры должны обменивать всю иностранную валюту, вырученную от экспорта, в ЦБ или в уполномоченных на то банках.

Поскольку платежный баланс представляет собой статистическую сводку операций страны с внешним миром, каждая операция должна относиться к тому или иному разделу в соответствии с определенными принципами классификации. Определение стандартных компонентов платежного баланса исходит из следующих основных соображений: выделенный компонент платежного баланса должен отличаться характерными чертами поведения и существенно отличаться от других компонентов; он должен иметь существенное значение для ряда стран; по каждому компоненту должно быть достаточно статистических данных, чтобы оценить его количественно; каждый компонент должен быть использован в СНС, статистике денежного и бюджетного секторов; наконец, список стандартных компонентов не должен быть излишне длинным и дезагрегированным, чтобы не осложнять последующий анализ.

Стандартный платежный баланс состоит из трех разделов: (I) счета текущих операций, показывающего международное движение реальных материальных ценностей (прежде всего товаров и услуг), (II) счета операций с капиталом и (III) счета финансовых операций, показывающего источники финансирования движения реальных материальных ценностей (табл. 2.2). В аналитических целях все статьи платежного баланса разделяются на статьи, находящиеся над чертой (*above the line*), показывающие движение материальных ценностей и все движение капитала, за исключением изменения международных резервов, и статьи, находящиеся под чертой (*below the line*), которые включают только изменения запасов международных резервов правительства и центрального банка.

Таблица 2.2. **Платежный баланс: основные компоненты**[1]

1. Current account
1. A Goods and services
1. A.a Goods
1. A.b Services
1. B Primary income
1. C Secondary income
2. Capital account
3. Financial account
Memorandum Items – Exceptional Financing

[1] Представление агрегатов платежного баланса содержится в Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6). Wash DC, IMF, 2009. http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm

Специфической статьей платежного баланса являются чистые пропуски и ошибки.

@ *Чистые пропуски и ошибки (net errors and omissions)* – статья платежного баланса, отражающая пропуски платежей, которые по каким-либо причинам не были записаны в других статьях платежного баланса, и ошибки, закравшиеся в записи отдельных платежей.

Чистые пропуски и ошибки могут возникать в следующих случаях.

- Если только дебет или только кредит по конкретной сделке был записан в платежный баланс или по каким-либо причинам записанный кредит не равен дебету. Например, торговые кредиты записываются в краткосрочный капитал, однако в большинстве случаев отследить именно тот импорт, который был 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 оценены неверно.

Текущий счет

В практических и аналитических целях наиболее важной частью платежного баланса является баланс текущих операций, который сокращенно называется текущим балансом.

@ *Текущий счет (current account)* – часть платежного баланса страны, показывающая платежи за потоки товаров, услуг, первичного дохода, вторичного дохода между резидентами и нерезидентами.

Это ключевое понятие международной макроэкономики, отражающее, с одной стороны, платежи по товарам, услугам, доходам и переводам между резидентами и нерезидентами, а с другой – баланс внутренних инвестиций и сбережений.

Текущие операции платежного баланса состоят из четырех основных групп: операций с товарами, услугами, движения первичного дохода и движения вторичного дохода (табл. 2.3).

Товары

По статье «Товары» счета текущих операций платежного баланса регистрируют преимущественно экспорт и импорт товаров.

@ *Товары (goods, 1.A.a.)* – физические предметы, произведенные человеком, находящиеся в собственности экономического агента, который может передавать их другим экономическим агентам путем совершения экономических операций.

Товар обычно можно отделить от процесса его производства. Экспортом товаров, за некоторыми исключениями, считается переход права собственности на товары от резидентов к нерезидентам, импортом – от нерезидентов к резидентам. В группе товаров выделяются три большие категории:

- *Товары в целом на базе ФОБ (general merchandise on a FOB basis)* – все товары, собственность на которые переходит от резидента к нерезиденту при экспорте и от нерезидентов к резидентам при импорте. По данной статье платежный баланс обычно показывает несколько основных товаров экспорта и импорта и все остальные товары, сгруппированные в одну категорию. Помимо обычных физически осязаемых предметов в понятие

Таблица 2.2. **Счет текущих операций платежного баланса (детальное представление)**

	1. Current account Current account balance (+ surplus; – deficit) **1.A Goods and services** Balance on goods and services (+ surplus; – deficit) **1.A.a Goods** Balance on trade in goods (+ surplus; – deficit) 1.A.a.1 General merchandise on a BOP basis 1.A.a.2 Net exports of goods under merchanting 1.A.a.3 Nonmonetary gold **1.A.b Services** Balance on trade in services (+ surplus; – deficit) 1.A.b.1 Manufacturing services on physical inputs owned by others 1.A.b.2 Maintenance and repair services 1.A.b.3 Transport1 1.A.b.3.1 Sea transport 1.A.b.3.2 Air transport 1.A.b.3.3 Other modes of transport 1.A.b.3.4 Postal and courier services 1.A.b.4 Travel 1.A.b.4.1 Business 1.A.b.4.2 Personal 1.A.b.5 Construction 1.A.b.6 Insurance and pension services 1.A.b.6.1 Direct insurance 1.A.b.6.2 Reinsurance 1.A.b.6.3 Auxiliary insurance services 1.A.b.6.4 Pension and standardized guarantee services 1.A.b.7 Financial services 1.A.b.7.1 Explicitly charged and other financial services 1.A.b.7.2 Financial intermediation services indirectly measured 1.A.b.8 Charges for the use of intellectual property 1.A.b.9 Telecommunications, computer, and information services 1.A.b.9.1 Telecommunications services 1.A.b.9.2 Computer services 1.A.b.9.3 Information services 1.A.b.10 Other business services1 1.A.b.10.1 Research and development services 1.A.b.10.2 Professional and management consulting services 1.A.b.10.3 Technical, trade-related, and other business services 1.A.b.11 Personal, cultural, and recreational services 1.A.b.11.1 Audiovisual and related services 1.A.b.11.2 Other personal, cultural, and recreational services 1.A.b.12 Government goods and services 1.A.b.0.1 Tourism-related services in travel and passenger transport **1.B Primary income** Balance on primary income (+ surplus; – deficit) 1.B.1 Compensation of employees 1.B.2 Investment income 1.B.2.1 Direct investment 1.B.2.2 Portfolio investment 1.B.2.3 Other investment 1.B.2.4 Reserve assets3	

Окончание табл. 2.2

	1.B.3 Other primary income 1.B.3.1 Taxes on production and on imports 1.B.3.2 Subsidies 1.B.3.3 Rent Balance on goods, services, and primary income (+ surplus; – deficit) **1.C Secondary income** Balance on secondary income (+ surplus; – deficit) 1.C.1 General government 1.C.1.1 Current taxes on income, wealth, etc. 1.C.1.2 Social contributions 1.C.1.3 Social benefits 1.C.1.4 Current international cooperation 1.C.1.5 Miscellaneous current transfers of general government 1.C.2 Financial corporations, nonfinancial corporations, households, and NPISHs 1.C.2.1 Personal transfers (Current transfers between resident and nonresident 1.C.2.2 Other current transfers 1.C.3 Adjustment for change in pension entitlements	

товаров в целом входят также банкноты и монеты, не находящиеся в обращении; электричество, газ и вода, компьютерные программы, видео и аудио записи на жестких носителях; товары, купленные в портах перевозчиком; товары, купленные или проданные перевозчиком за пределами места регистрации (рыба в открытом море); товары, приобретенные и проданные по финансовому лизингу; товары, проданные с выставок; нелегально вывезенные или ввезенные товары; подарки; живой скот, перегоняемый через границу в целях покупки или продажи; правительственные товары (военное оборудование, товары для посольств); гуманитарная помощь. Все товары отражаются в платежном балансе по цене на таможенной границе страны-экспортера, то есть свободно на борту, ФОБ (*free on board, FOB*).

• *Чистый экспорт товаров для перепродажи (net exports of goods under merchanting)* – покупка товаров резидентом у нерезидента с последующей перепродажей другому нерезиденту и без завоза на таможенную территорию страны-резидента. Например, французская нефтяная компания «Тоталь» может приобрести нефть у нефтедобывающей фирмы в Кувейте и направить ее для переработки на нефтеперегонный завод в Камеруне. Готовые нефтепродукты затем продаются в ЮАР. В этом случае приобретение товаров показывается как отрицательный экспорт, их продажа – как положительный экспорт. Разность положительного и отрицательного экспорта составляет чистый экспорт товаров для перепродажи. Оценка экспорта для перепродажи происходит по цене сделок, а не по цене ФОБ, как в случае обычного экспорта.

• *Немонетарное золото (nonmonetary gold)* – экспорт и импорт любого золота, которое не относится к официальным государственным резервам и не находится в распоряжении центрального банка страны. Немонетарное золото может иметь форму золотых слитков, монет, золотого порошка и других полуфабрикатов. Золотые украшения, часы и другие готовые изделия из золота включаются в раздел товаров в целом платежного баланса.

Считается, что право собственности на экспортный товар переходит от покупателя к продавцу, когда продавец прекращает вести его учет в своем бухгалтерском балансе. На практике, однако, момент перехода права собственности фиксируется

таможенными органами одновременно с пересечением товаром таможенной границы. Право собственности может не передаваться, если товары продаются одним подразделением фирмы другому, находящемуся за рубежом, если товары сдаются в финансовый лизинг, а также в случае, когда товары предоставляются в обработку без передачи права собственности. Тем не менее в этих случаях сделки относятся к статье товаров счета текущих операций платежного баланса. Товары, не пересекающие границу, должны включаться в состав ее экспорта или импорта, если право собственности на них перешло от резидента к 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 ее экспортом или импортом. В их числе – товары прямой транзитной торговли, возврат импортных или экспортных товаров, товары, отправляемые в дипломатические представительства, выставочные экспонаты, не предназначенные для продажи, образцы товаров, не представляющие коммерческой ценности.

Услуги

Следующей важной группой статей счета текущих операций платежного баланса являются услуги, которые могут рассматриваться либо отдельно, либо как составляющая более широкой категории товаров и услуг.

@ *Услуги (services, 1.A.b)* – результат производительной деятельности, в результате которой изменяются условия экономических агентов или облегчается обмен продуктами или финансовыми активами.

Услуги обычно нельзя отделить от процесса их производства и определить, в чьей собственности они находятся. Услуги отражаются в платежном балансе в момент их оказания, тогда как их оплата может происходить до и после оказания самой услуги.

Классификация услуг сложна и детально описана в Руководстве по статистике торговли услугами[1]. В целом это группа статей счета текущих операций платежного баланса, включающая производственные услуги по обработке, сборке, маркировке, упаковке, предоставляемые предприятием, которое не является владельцем обрабатываемых товаров, техническое обслуживание и ремонт товаров, транспортные услуги (перевозка пассажиров, грузов, почтовые и курьерские услуги), поездки (частные и деловые) и ряд других услуг (связь, строительство, страхование, финансовые, услуги интеллектуальной собственности, телекоммуникационные, компьютерные и личные услуги и пр.), оказываемые резидентами нерезидентам и наоборот.

Услуги по обработке, сборке, маркировке, упаковке оказываются за дополнительное вознаграждение предприятием, которое не является владельцем обрабатываемых товаров. В этом случае не происходит изменения собственника товара, хотя его стоимость и увеличивается. Типичными примерами оказания услуг такого рода является переработка нефти, сжижение природного газа, сборка электронного оборудования,

Практически во всех странах наиболее значимой категорией международных услуг являются транспортные услуги. В понятие транспортировки включается

[1] Manual on Statistics of International Trade in Services. WTO, EC, IMF, OECD, UNCTAD, UN, 2008. http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its_manual_e.htm

перемещение людей и объектов из одного места в другое, а также оказание поддерживающих и вспомогательных услуг. Транспортные услуги классифицируются в платежном балансе по виду транспорта и по предмету транспортировки – пассажиры или груз. К видам транспорта относятся все виды транспортного обслуживания – морским, железнодорожным, воздушным, автомобильным, трубопроводным и прочими видами транспорта, в том числе транспортировка по суше, внутренними водами, в космическом пространстве, – осуществляемого резидентами одной страны для резидентов другой страны. Основной объем перевозок осуществляется транспортными компаниями. В некоторых случаях транспортная компания может вести свою деятельность за пределами экономической территории страны, в которой она является резидентом.

При определении стоимости перевозок учитывают, что экспорт и импорт в платежном балансе показаны на базе 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. К категории транспортных услуг относятся также аренда транспортного оборудования вместе с экипажем с целью перевозки грузов или пассажиров, а также сопутствующие услуги по хранению и упаковке товаров, проводке, буксировке и уборке транспортных средств.

Статья поездки охватывает товары и услуги, приобретенные в данной стране приезжими нерезидентами, находившимися на ее территории менее одного года. Международные перевозки туристов относятся к статье пассажирских перевозок. Приезжими не считаются, даже если они находятся на территории страны менее одного года, лица, проходящие военную службу на территории других стран, работающие в дипломатических представительствах, участвующие в производственной деятельности на территории данной страны. Приезжими считаются, даже если они остаются на территории страны более года, лица, являющиеся пациентами лечебных учреждений, а также студенты. Все их расходы, включая плату за обучение, медицинское обслуживание, аренду жилья, относятся к статье «поездки» счета услуг платежного баланса.

Поездки разделяются на деловые (*business travel*) и личные (*personal travel*). Деловые поездки охватывает расходы на товары и услуги, приобретаемые для личного потребления лицами, находящимися за рубежом с деловыми целями. К таким поездкам относятся командировки государственных служащих, сотрудников международных организаций и частных фирм, расходы экипажей воздушных и морских судов за рубежом на личные нужды, расходы приграничных и сезонных работников на территории страны-нерезидента. Деловыми считаются 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 или присутствуют на культурных мероприятиях или спортивных соревнованиях и пр. К наиболее распро-

страненным товарам и услугам, приобретение которых фиксируется в статье поездок, относятся проживание в гостиницах, питание в ресторанах, покупка билетов на развлекательные программы, приобретение подарков и сувениров.

Прочие услуги включают все остальные виды услуг, за исключением транспортных услуг и поездок. Услуги телекоммуникации, компьютерные и информационные услуги охватывают услуги в области телекоммуникаций, включающие передачу звуковой информации, изображений и других информационных потоков с помощью телефона, телекса, телеграфа, радиовещания, 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. Компьютерные услуги включают платежи за разработку и продажу кастомизированных компьютерных программ, загрузку программ с интернета, продажу прав собственности на компьютерное программное обеспечение, установку аппаратного и компьютерного обеспечения, их техническое обслуживание и ремонт и пр.

К строительным услугам относятся сооружение объектов и монтаж оборудования резидентами за рубежом и наоборот, причем стоимость товаров, импортируемых для строительства предприятий, показывается не по счету импорта товаров, а по статье строительных услуг. Страховые услуги включают различные виды страхования, осуществляемого страховыми компаниями данной страны для зарубежных партнеров, включая страхование внешнеторговых грузов, страхование от несчастных случаев и аварий, страхование гражданской ответственности, медицинское страхование и пр. Финансовые услуги — это 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 (чартер) морских и воздушных судов и другого транспортного оборудования без команды и экипажа. Статья «разные деловые и профессиональные услуги» включает юридические и бухгалтерские услуги, услуги в области рекламы, научно-исследовательские работы, архитектурные и инженерные услуги и пр. Услуги частным лицам в сфере культуры и отдыха, предоставляемые резидентами одной страны нерезидентам, включают платежи и поступления, связанные с созданием художественных фильмов, радио- и телепрограмм, записью музыкальных произведений, оплатой труда актеров и режиссеров. Негосударственные услуги, не отнесенные к другим категориям, включают все остальные внешнеэкономические операции органов государственного управления, в том числе внешнеторговые операции посольств, консульств, военных и иных представительств (приобретение автомобилей, мебели, канцеляр-

ского 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.

Первичный доход

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 первичных и вторичных доходов. Первичные доходы, называемые в СНС чистым факторным доходом, связывают ВВП с ВНД (валовым национальным доходом). Вторичные доходы, называемые в СНС чистыми трансфертами, связывают ВНД с ВНРД (табл. 2.4).

В системе национальных счетов первичный доход составляет разность между ВВП и ВНД. Если первичный доход, получаемый резидентами за предоставление услуг труда, финансовых и природных ресурсов, больше, чем платежи за такие же услуги нерезидентам, то доход страны будет превышать стоимость произведенного ею продукта, т.е. ВНД будет больше ВВП. Если добавить вторичные доходы к ВНД, получится валовый национальный располагаемый доход (ВНРД).

@ *Первичный доход (primary income)* — доход, получаемый экономическими агентами за их вклад в производственный процесс путем предоставления услуг труда, финансовых активов и сдачу в аренду природных ресурсов другим экономическим агентам.

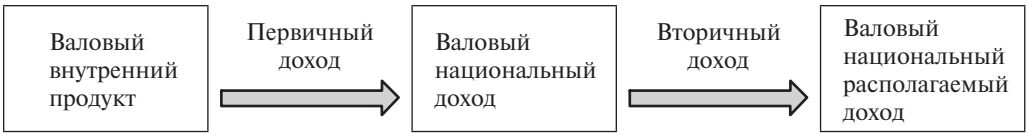
Платежный баланс выделяет два вида первичного дохода:

- Доход, получаемый в результате производственного процесса. Например, это оплата труда работников (*compensation of employees*), выплаченные налоги и полученные субсидии.
- Доход, вытекающий из собственности на финансовые и другие непроизведенные активы. Это, например, доход на собственность вследствие предоставления в ренту финансовых активов и права эксплуатации природных ресурсов и инвестиционный доход, получаемые за предоставление во временное пользование финансовых активов, которые состоят из дивидендов, реинвестированного дохода и процента.

В платежном балансе выделяются следующие виды первичных доходов:

- *Оплата труда занятых (compensation of employees)* — выплаты за использование услуг труда наемного работника. Они 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, нахо-

Таблица 2.4. **Связь СНС и показателей дохода в платежном балансе**



дящиеся в стране менее года, а также приграничные работники, экономические интересы которых продолжают оставаться в той стране, резидентами которой они являются. Если работник находится в стране более года, его доходы фиксируются как переводы мигрантов.

• *Дивиденды (dividends)* – доход в соответствии с долей участия в капитале частных инкорпорированных предприятий. Их размер зависит от результатов хозяйственной деятельности и заранее неизвестен. Распределенные доходы обычно принимают форму дивидендов, которые переводятся за границу.

• *Реинвестированная прибыль (reinvested earnings)* – вложения нераспределенной прибыли корпораций. Реинвестированные доходы включают оставшуюся после распределения долю прямого инвестора, вложенную в дальнейшее развитие производства.

• *Процент (interest)* – разновидность инвестиционного дохода, получаемого владельцем депозитов, долговых ценных бумаг, займов за временное предоставление финансового актива в распоряжение другого экономического агента. Проценты представляют собой плату за кредит. Ее размер установлен в кредитном соглашении и поэтому известен заранее.

• *Инвестированный доход держателей полисов (investment income attributable to policyholders)* – доход владельцам страховок и пенсионных вкладов от вложений средств страховых и пенсионных фондов в финансовые и иные прибыльные инструменты.

• *Рента (rent)* – доход от предоставления права использования природных ресурсов.

• *Налоги и субсидии на продукты и производство (taxes and subsidies on products and productions)* – финансовые потоки, включаемые в платежный баланс для обеспечения его сопоставимости с СНС. Среди налогов, относящихся к первичным доходам правительства, выделяются налоги на продукты, выплачиваемые на его единицу, такие как НДС, импортная пошлина, экспортный налог, акциз. Примером налога на производство служит налог на зарплату, налог на здания и землю, сбор за выдачу лицензий.

Первичные доходы в платежном балансе могут быть также классифицированы по функциональному признаку. Доходы от инвестиций охватывают доходы, полученные резидентами на свои зарубежные финансовые активы: доходы на участие в капитале (дивиденды) и доходы по долговым обязательствам (проценты). Доходы на инвестиции подразделяются на:

• *Доходы от прямых инвестиций (direct investment income)* – доходы, начисляемые прямому инвестору-резиденту на капитал, вложенный им в предприятие-нерезидент. Возможны три направления распределения инвестиционного дохода: прямая инвестиция в само предприятие с прямыми инвестициями, обратная инвестиция в головное предприятие, которое само является прямым инвестором в данное предприятие, инвестиция в соседнее предприятие, которое само является предметом инвестиций со стороны головного предприятия.

• *Доходы от портфельных инвестиций (portfolio investment income*) – потоки доходов между резидентами и нерезидентами, возникающие в результате владения титулами собственности и долга, за исключением доходов, относящихся к прямым инвестициям и резервным активам. В числе портфельных инвестиций отдельно выделяют доходы, связанные с приобретением титулов собственности (акций предприятий и инвестиционных фондов) и титулов долга (облигаций, государственных векселей).

• *Доходы от других инвестиций (other investment income)* – поступления и выпла-

ты процентов по любым другим финансовым требованиям резидентов в отношении нерезидентов (проценты по депозитам, ссудам, кредитам МВФ).

• *Доходы на резервные активы (income on reserve assests)* – доход, получаемый государством за размещение резервных активов центрального банка в финансовые инструменты, например зарубежные государственные облигации.

Вторичный доход

Вторичный доход связывает ВНД и ВНРД и называется в СНС чистыми текущими трансфертами. От размеров текущих трансфертов напрямую зависит уровень валового располагаемого дохода страны, что сказывается на масштабах потребления товаров и услуг. Если текущие трансферты означают отток средств из страны, валовый располагаемый доход, который можно было бы использовать на накопление и потребление, снижается, и наоборот.

@ *Вторичный доход (secondary income)* – статья платежного баланса, включающая текущие трансферты между резидентами и нерезидентами.

Трансферты охватывают межстрановую передачу материальных ресурсов, когда в обмен страна не получает никакого стоимостного эквивалента, т.е. в зависимости от направления трансферта он отражается в платежном балансе только по кредиту или по дебету. Трансферты бывают текущие и капитальные. Текущие трансферты включаются в счет текущих операций платежного баланса, а капитальные – в счет операций с капиталом.

@ *Текущие трансферты (current transfers)* – безвозвратное предоставление товаров, услуг, финансовых активов или других непроизведенных активов одним экономическим агентом другому.

Текущими считаются все те трансферты, которые не являются капитальными, т.е. связанными с передачей права собственности на основные фонды или прощением внешнего долга. Текущие трансферты не означают передачу права собственности на основной капитал, не связаны с приобретением или использованием основного капитала и не предусматривают аннулирование долга кредитором.

Текущие трансферты подразделяются на трансферты органов государственного управления и трансферты остальных секторов. Трансферты органов государственного управления включают текущие переводы по международному сотрудничеству, такие как перечисление грантов государственными органами одной страны правительству другой страны для финансирования текущих расходов, безвозмездную передачу продуктов питания, одежды, медикаментов в рамках оказания межгосударственной помощи пострадавшим от стихийных бедствий, передачу в дар военной техники, ежегодные членские и иные взносы в международные организации и пр. Текущие трансферты других секторов включают переводы денежных средств между частными лицами и негосударственными организациями.

Текущие трансферты делятся в платежном балансе на личные и другие текущие переводы.

• *Личные переводы (personal transfers)* – все текущие переводы в форме денег или предметов между резидентами и нерезидентами.

Нерезидентом считается лицо, находящееся за границей более года. 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 первичных доходов «оплата труда»).

- *Прочие текущие трансферты (other current transfers)* – выплата налогов, переводы в социальные фонды и фонды социального страхования, оплата страховых премий, взносы на международное сотрудничество и другие трансферты (дарения, приданое, наследство, алименты, взносы частных лиц в научные, благотворительные и религиозные общества, негосударственная помощь в случае стихийных бедствий и пр.).

Для попадания в платежный баланс эти операции должны осуществляться между резидентом и нерезидентом.

Понятие текущих трансфертов и личных переводов не следует смешивать с более широким понятием денежных переводов *(remittances)*.

В платежном балансе денежные переводы – несколько статей, относящихся как к текущим операциям, так и к капитальному счету. С точки зрения экономики страны-получателя, денежные переводы подразделяются на (табл. 2.5):

- *Личные денежные переводы (personal remittances)* – сумма полученных резидентами личных переводов, оплаты труда и капитальных трансфертов от домохозяйств-нерезидентов, минус уплаченные налоги и социальные взносы, и расходы на транспорт и переезд, понесенные резидентом, находящимся на работе у нерезидента.
- *Полные денежные переводы (total remittances)* – сумма полученных личных денежных переводов и социальных пособий.
- *Полные денежные переводы и трансферты институтов*, обслуживающих домохозяйства и не ставящих своей целью извлечение прибыли – сумма полученных полных переводов, текущих и капитальных трансфертов от вышеуказанных институтов.

Капитальный счет

Дефицит по счету текущего баланса в платежном балансе должен каким-то образом финансироваться. Финансирование показывается в рамках нескольких групп статей платежного баланса, которые иногда упрощенно называют балансом движения капитала.

@ *Капитальный счет (capital account balance)* – группа статей платежного баланса, фиксирующая приобретение или продажу капитальных активов и движение капитальных трансфертов между резидентами и нерезидентами.

Структурно, как следует из таблицы 2.6, счет операций с капиталом включает две основные категории.

@ *Валовое приобретение/продажа непроизведенных нефинансовых активов (gross acquisition/disposal of nonproduced nonfinancial assets)* – приобретение и продажа материальных активов, не являющихся результатом производства. Такие активы разделяются на три группы:

- *Природные ресурсы (natural resources)* – земля, права на добычу природных ископаемых, эксплуатацию лесов, водных

Таблица 2.5. **Представление денежных переводов в платежном балансе**

<table>
<tr><td colspan="6">Полные денежные переводы и трансферты</td></tr>
<tr><td colspan="3">Полные денежные переводы</td><td rowspan="3"></td><td rowspan="3">Текущие трансферты</td><td rowspan="3">Капитальные трансферты</td></tr>
<tr><td colspan="2">Личные денежные переводы</td><td rowspan="2">Социальные пособия</td></tr>
<tr><td>Личные переводы</td><td>Оплата труда</td><td>Капитальные трансферты</td></tr>
</table>

Таблица 2.6. **Счет капитальных операций платежного баланса (детальное представление)**

2 Capital account
Capital account balance (+ surplus; – deficit)
2.1 Gross acquisitions /disposals of nonproduced nonfinancial assets
2.2 Capital transfers
2.2.1 General government
2.2.1.1 Debt forgiveness
2.2.1.2 Other capital transfers
2.2.2 Financial corporations, nonfinancial corporations, households, and NPISHs
2.2.2.1 Debt forgiveness
2.2.2.2 Other capital transfers

и рыбных ресурсов, воздушного пространства и электромагнитного диапазона. Переход собственности на землю может возникать при продаже земельных участков резидентом нерезиденту, например участка земли для строительства здания посольства, а также при выделении новых государств из территории уже существующих.

• *Контракты, договора аренды и лицензии (contracts, leases and licenses)* – нематериальные активы, созданные путем принятия соответствующих законов. Это, например, выдаваемые органами государственной власти разрешения на разработку и использование природных ресурсов, предоставление государством частной фирме эксклюзивного права приобретения или продажи определенного товара или услуги, например такой, как регистрация интернетных доменных пространств на территории данной страны.

• *Рыночные активы и гудвилл (market assets and goodwill)* – брендовые названия, салинги, торговые марки, логотипы, доменные имена.

@ *Капитальные трансферты (capital transfers)* – трансферты, при которых право собственности на актив передается одним экономическим агентом другому, который обязывает одну из сторон приобрести или продать актив и предусматривает аннулирование долга кредитором.

Капитальные трансферты важно отличать от текущих трансфертов, которые входят в счет текущих операций платежного баланса. Капитальные трансферты подразумевают безвозмездную передачу собственности на актив (физического предмета или денег для приобретения физического предмета), не ведут к росту располагаемого дохода получателя, не могут быть использованы им на потребление, осуществляются редко и достаточно велики. Текущие трансферты также подразумевают безвозмездную передачу собственности на актив (физического предмета или деньги для приобретения физического предмета), но ведут к росту располагаемого дохода получателя, могут быть использованы им на потребление, происходят часто и, как правило, невелики.

Капитальные трансферты подразделяются на трансферты государственного сектора и трансферты других секторов. Основными статьями капитальных трансфертов являются следующие:

• *Аннулирование долга кредитором (debt forgiveness)* – добровольное списание долга кредитором на базе двустороннего соглашения с должником. Если две стороны – 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 капитальном счете платежного баланса показывается капитальный грант, а под чертой, в счете финансирования платежного баланса – выплата основной части долга кредитору на такую же сумму.

• *Страховые выплаты, не связанные со страхованием жизни (nonlife insurance claims)* – выплаты по страховкам, связан-

ным с крупными катастрофами, повлекшими уничтожение основного капитала в значительных размерах (землетрясения, войны, наводнения и пр.). Остальные страховые выплаты относятся к текущим трансфертам.

- *Инвестиционные гранты (investment grants)* – средства, передаваемые одним государством другому в форме денег с целью оплаты покупки машин и оборудования, а также самими машинами и оборудованием. Например, бесплатная передача развитой страной развивающейся стране турбины для строительства электростанции или денег на покупку такой турбины считается капитальным грантом. Передача вооружений и военной техники считается по платежному балансу текущим государственным трансфертом.

Прочие капитальные трансферты включают трансферты, связанные с миграцией, и представляют собой простую стоимостную оценку имущества мигрантов, которое они перевозят из страны в страну, частные пожертвования на инвестиционные цели, например перевод из страны в страну наследства, завещанного для финансирования строительства университетской библиотеки или лекционного зала.

Финансовый счет

Статьи финансового счета платежного баланса могут соответствовать статьям счета текущих операций и капитального счета, т.е. отражать вторую запись по системе двойной записи, первая из которых находится в текущем или капитальном счете. Например, второй записью, соответствующей импорту товара по текущему счету, может быть запись получения торгового кредита по финансовому счету. Однако нередко обе записи по финансовому счету находятся внутри самого финансового счета. Например, продаже государственной облигации может соответствовать запись получения иностранной валюты или увеличения депозитов, обе из которых находятся в финансовом счете платежного баланса.

@ *Финансовый счет (financial account)* – группа статей платежного баланса, охватывающих все операции, в результате которых происходит переход права собственности на финансовые активы и обязательства между резидентом и нерезидентом.

В учебнике по прикладной микроэкономике прямые иностранные инвестиции рассматривались как форма международных экономических отношений в рамках международного движения факторов производства. Прямые инвестиции являются также группой статей финансового счета платежного баланса.

@ *Прямые инвестиции (direct investment)* – инвестиции между резидентами и нерезидентами, дающие инвестору существенный контроль над объектом инвестирования.

Под прямыми инвестициями может пониматься как их поток, т.е. изменение в течение определенного времени, так и запас, т.е. накопленная стоимость на определенный момент времени.

Контроль прямого инвестора над предприятием с прямыми инвестициями может быть обеспечен двумя путями:

- *Непосредственная прямая инвестиция (immediate direct investment)* – означает, что доля прямого инвестора в акционерном капитале предприятия составляет 10 и более процентов. Контроль считается полным, если у прямого инвестора более 50% голосов предприятия, и значительным, если от 10 до 50% голосов.
- *Косвенная прямая инвестиция (indirect direct investment)* – означает, что предприятие-инвестор может влиять на третье предприятие через владе-

Таблица 2.7. **Счет финансовых операций платежного баланса (детальное представление)**

3 Financial account
Net lending (+) / net borrowing (–) (from financial account)
3.1 Direct investment
3.1.1 Equity and investment fund shares
3.1.2 Debt instruments
3.2 Portfolio investment
3.2.1 Equity and investment fund shares
3.2.2 Debt securities
3.3 Financial derivatives (other than reserves) and employee stock options
3.3.1 Central bank
3.3.2 Deposit-taking corporations, except the central bank
3.3.3 General government
3.3.4 Other sectors
3.4 Other investment
3.4.1 Other equity
3.4.2 Currency and deposits
3.4.3 Loans
3.4.4 Insurance, pension, and standardized guarantee schemes
3.4.5 Trade credit and advances
3.4.6 Other accounts receivable/ payable
3.4.7 Special drawing rights
3.5 Reserve assets
3.5.1 Monetary gold
3.5.2 Special drawing rights
3.5.3 Reserve position in the IMF
3.5.4 Other reserve assets

ние контролирующим количеством голосов в предприятии с прямыми инвестициями, являющимся в свою очередь, инвестором в третье предприятие.

Владение 10 и более процентом голосов не является жестким критерием для отнесения инвестиций к разряду прямых. Инвестиции могут считаться прямыми только на основании того, что прямой инвестор играет значительную роль в управлении данным предприятием, даже если он вообще не владеет его акциями. И напротив, если инвестор владеет более 10% акций, но не играет существенной роли в управлении предприятием, его инвестиции не считаются прямыми. К числу операций, отражаемых по статье прямых инвестиций, относится не только исходная операция прямого инвестирования, но и все последующие операции между прямым инвестором и предприятием прямого инвестирования. Наряду с доходом на вложенный капитал прямой инвестор, в отличие от портфельного, получает также дополнительные экономические выгоды, такие как руководство предприятием, плата за выполняемые административные функции и пр.

В качестве прямых инвесторов могут выступать индивидуальные инвесторы – физические лица, группы индивидуальных инвесторов, корпорированные и некорпорированные частные и государственные предприятия, правительство, общественные организации и пр.

К предприятиям прямого инвестирования относятся:

- дочерние компании (*subsidiaries*) – предприятия, над которыми прямой инвестор имеет контроль;
- ассоциированные компании (*associates*) – предприятия, на которые прямой инвестор может оказывать влияние, но над которыми он не имеет контроля.

Аффилированные (*affiliates*) предприятия включают прямого инвестора, предприятия, в которые этот прямой инвестор вложил капитал (предприятие с прямыми инвестициями), и соседние предприятия (*fellow enterprises*) с прямыми инвестициями, которые находятся под влиянием одного и того же прямого инвестора.

Прямые инвестиции как за границу, так и во внутреннюю экономику показываются в платежном балансе как потоки за год по рыночным ценам в разбивке на инвестиции в акционерный капитал, реинвестированные доходы и прочий ка-

питал. 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 предусматривает вложение обратно в предприятие с иностранными инвестициями части прибыли, полученной им и не распределенной в форме дивидендов. Прямые инвестиции в форме прочего капитала означают в основном внутрифирменное кредитование материнской компанией ее дочерних и ассоциированных компаний.

Некоторые типы прямых инвестиций могут рассматриваться как специальные случаи. Например, оффшорные компании, специализирующиеся на сборке, торговле или финансах, а также предприятия, создаваемые с участием прямых инвестиций в свободных экономических зонах, являются резидентами тех стран, на территории которых они расположены. Прямыми инвестициями считаются вложения средств частными лицами на приобретение недвижимости за рубежом. Деятельность строительных компаний на территории других стран может быть классифицирована либо как прямое инвестирование, либо как экспорт услуг.

@ *Портфельные инвестиции (portfolio investment)* – группа статей платежного баланса, показывающая взаимоотношения между резидентами и нерезидентами в связи с торговлей ценными бумагами (титулами долга или собственности), не включенными в прямые инвестиции и резервные активы, не дающими права контроля над объектом инвестиций.

В целях учета в платежном балансе ценными бумагами (*secutities*) считаются титулы долга или собственности, обладающие свойством обращаемости (*negotiability*), т.е. они предназначены для купли и продажи. Производные финансовые инструменты – деривативы – составляют отдельную категорию в финансовом счете и не включаются в портфельные инвестиции.

С точки зрения платежного баланса портфельные инвестиции бывают двух основных видов:

- *ценные бумаги, подтверждающие участие в капитале (equity securities)*, – акции, паи, депозитарные расписки (свидетельство о владении акциями), 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 владельцам безусловное право на получение некоторого денежного дохода, сумма которого либо зафиксирована контрактом, либо меняется в соответствии с его условиями. В отличие от ценных бумаг, обеспечивающих участие в капитале, процентные платежи по долговым обязательствам не зависят от уровня текущих доходов должника. В понятие облигаций также включаются неголосующие привилегированные акции, конвертируемые облигации, предусматривающие возможность их конвертирования в акции, обращающиеся депозитные сертификаты со сроком платежа более года; многовалютные облигации; облигации с нулевым купоном и глубоким дисконтом, размещаемые первоначально по цене ниже погашения и не предусматривающие регулярных платежей процентов; облигации с плавающей процентной ставкой; индексированные ценные бумаги, процентные платежи по которым привязываются к какому-либо индексу цен, валютному курсу или цене определенного товара;

а также ценные бумаги, обеспеченные тем или иным видом залога (золото, валюта, недвижимость и пр.).

Часть ценных бумаг, относящихся к портфельным инвестициям, считается инструментом денежного рынка. Главным их признаком является продажа и покупка на организованных рынках (фондовых биржах или непосредственно у продавца). 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. 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.

@ *Финансовый дериватив (financial derivative)* – финансовый инструмент, который привязан к другому финансовому инструменту, товару или индикатору и через который можно торговать специфическим риском на финансовом рынке.

Финансовые деривативы – это обычно ценные бумаги, условия обращения и цены которых привязаны к первичным ценным бумагам или макроэкономическим показателям (таким как казначейские векселя, иностранная валюта, процентная ставка, индексы цен), либо к определенным биржевым товарам (золото, нефть, сахар, кофе и пр.), и которые отражают определенный риск, связанный с исходным финансовым инструментом товаров или показателем. Такими рисками могут быть риски изменения процентной ставки, валютного курса, цены на акции или товар, неплатежеспособность кредитора и пр.

Финансовые деривативы могут обращаться на рынке и обладать самостоятельной 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 статью финансового счета платежного баланса, и их учет ведется отдельно от учета лежащих в их основе первичных ценных бумаг.

В числе наиболее типичных деривативов, сделки с которыми регистрируются в платежном балансе, выделяются 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 наиболее распространенным опционам относятся 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.

- *Форвард (forward)* – соглашение, по которому две стороны соглашаются обменяться определенным количеством некоторого товара или финансового актива по согласованной цене в строго определенное время.

Такие соглашения могут заключаться, например, с целью страхования от потерь в случае изменения процентных ставок, в рамках которого стороны договариваются о ставке процента по некоторой условной сумме задолженности, которую нужно выплатить в установленные сроки. Если фактически сложившаяся на рынке процентная ставка превышает установленную в контракте, продавец контракта выплачивает компенсацию покупателю и наоборот. Форвардные котракты, торгуемые на организованных биржах, называются фьючерсами (*futures*). Фьючерсы бывают процентными, валютными и товарными, есть также фьючерсы на акции и биржевые индексы.

- *Своп (swap)* – соглашение, по которому участники обмениваются платежами по взаимной задолженности на заранее согласованных условиях. Так, процентные свопы предусматривают обмен процентными платежами в различной форме, например фиксированную процентную ставку на плавающую, 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.

- *Кредитные производные (credit derivatives)* – финансовые производные, основная цель которых компенсировать финансовые риски. Обычно они связаны с компенсацией риска дефолта по займам и акциям и имеют контрактную форму свопа или форварда. Например, по контракту свопа кредитного дефолта (*credit default swap*) выплачивается премия взамен оплаты наличными в случае дефолта должника по основному кредитному соглашению.

- *Маржа (margins)* – залог в форме наличных или депозита для покрытия будущих платежей по принятым обязательствам.

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.

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 категории прямых и портфельных инвестиций, финансовых деривативов.

Типы движения капитала, относящиеся к другим инвестициям, отличаются от страны к стране, но наиболее существенные из них следующие:

- *Прочие акции (other equity)* – акции, которые не имеют форм ценных бумаг. Это владение частью собственности в трастах, филиалах, товариществах, недвижимости и природных ресурсах, когда акции в качестве титула собственности не выпускаются. В эту же категорию относится владение частью международных организаций и центральных банков в валютных союзах.

- *Наличные деньги и депозиты (cash and deposits)* – банкноты и монеты, имеющие фиксированную номинальную стоимость и используемые для производства платежей, все требования к корпорациям, принимающим депозиты, кроме центрального банка, имеющие форму депозита. В финансовом счете платежного баланса учитывается получение наличной национальной валюты нерезидентами и наличной иностранной валюты резидентами, а также открытие ими счетов (депозитов до востребования, сберегательных, срочных и иных депозитов), соответственно, в национальной и иностранной валютах.
- *Займы (loans)* – финансовые активы, возникающие вследствие того, что кредитор напрямую предоставляет заемщику определенную сумму денежных средств, о чем имеется документ, который не может быть передан третьим лицам. Отличительной чертой кредита является то, что кредитор, предоставляющий их, не получает взамен документ, который мог бы обращаться на финансовом рынке (например, облигацию). В основном это кредиты для финансирования торговых сделок, авансы, ипотечный кредит, кредиты МВФ, а также соглашения о финансовом лизинге и обратной покупке.
- *Страхование жизни, пенсионное обеспечение, технические резервы по другим страховкам* (*life insurance, pension entitlement*).
- *Торговые кредиты и авансы (trade credits and advances)* – требования и обязательства, возникающие в результате предоставления поставщиком кредита покупателю товаров и услуг или предварительной оплаты покупателем еще не полученных товаров и услуг. Торговые кредиты обычно связаны с оплатой внешнеторговых сделок и являются краткосрочными.
- *Прочая дебиторская и кредиторская задолженность (other accounts receivable/payable)* включает все остальные операции между резидентами и нерезидентами, не перечисленные выше.

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, регулирования курса национальной валюты и других целей, таких как поддержание доверия к национальной валюте и получение иностранных займов.

Под денежными властями понимаются центральные банки, организации, выполняющие функции центрального банка, например подразделения правительства, или государственные коммерческие банки и валютные советы (*currency board*). Функции ЦБ, которые в некоторых случаях выполняются другими государственными организациями, включают печатание национальной валюты, хранение и управление валютными активами и функционирование валютных стабилизационных фондов.

Актив считается резервным, если он отвечает следующим признакам:

- *Актив является иностранным*. Чтобы считаться иностранным, актив должен удовлетворять трем критериям: (i) иметь форму требований к нерезиденту (за исключением золота в слитках); (ii) должен быть деноминирован в иностранной валюте; на-

пример, договор на приобретение в качестве резервных активов иностранных государственных облигаций составляется в иностранной валюте; (iii) должен быть деноминирован в конвертируемой иностранной валюте, т.е. валюте, которая без ограничений принимается для международных расчетов; обычно это валюты, входящие в корзину СДР (доллар, евро, фунт, йена), и активы, деноминированные в СДР и золоте.

- *Актив реально существует*. Резервные активы, показываемые в рамках платежного баланса, включают только реально существующие активы. Даже если принципиально возможно заключение соглашения своп между национальным центральным банком и иностранным центральным банком, потенциальная возможность получения резервных активов в его рамках не дает основания для отнесения их к реально существующим резервным активам страны. Активы, отданные под залог нерезидентам, не относятся к резервным активам.

- *Активы находятся под контролем денежных властей*. В узком смысле слова они могут контролировать только те активы, которые им принадлежат. В целях платежного баланса контроль над резервами считается реальным и прямым, только если ими владеют денежные власти. Чтобы установить, имеет ли ЦБ контроль над резервными активами, применяются три критерия: (i) резидент может осуществлять операции с нерезидентом по данным активам только по правилам, установленным ЦБ и с его непосредственного согласия; (ii) ЦБ имеет доступ к этим активам по первому требованию; (iii) право ЦБ контролировать активы установлено законом. Поскольку правительство осуществляет контроль над всей территорией страны в широком смысле слова, практически любой актив, принадлежащий резидентам данной страны, попадает под его контроль. Например, если коммерческие банки на законных основаниях владеют зарубежными активами, но операции с ними могут совершаться только на условиях, установленных денежными властями, считается, что денежные власти имеют прямой и реальный контроль и над этими активами. К числу резервных активов относятся также высоколиквидные активы правительства, хотя они и не находятся под контролем денежных властей.

- *Активы должны быть ликвидными*. Актив считается ликвидным, если его можно купить или продать за наличную иностранную валюту с минимальными издержками, в минимальный срок и без влияния на его цену. Например, счета правительства в иностранной валюте являются резервным активом, так же как и иностранные ценные бумаги, на которые есть покупатели и которые могут быть проданы в любой момент по рыночной цене. Это означает, что иностранные ценные бумаги должны быть высокого качества, т.е. обеспечиваться заемщиком с высокой платежеспособной репутацией. Например, облигации правительства, находящегося на гране дефолта, не могут считаться иностранными ценными бумагами высокого качества. Принадлежащие государству особняки или земля за рубежом являются иностранным активом, но не могут считаться резервным активом, поскольку этот тип актива недостаточно ликвиден – не может быть быстро превращен в наличные деньги и использован для целей финансирования платежного баланса.

Резервные активы обычно инвестируются в высоколиквидные и максимально надежные денежные инструменты на мировом финансовом рынке – казначейские векселя, акции крупных компаний, часть просто кладется на депозиты в иностранных банках. Специфическим случаем инвестиций резервных активов является покупка векселей Мирового банка, который использует собранные средства для помощи развивающимся странам. Остатки на валютных счетах правительства, кредиты, предоставленные международным организациям, валютные свопы центрального банка наряду с коммерческими также считаются резервными активами. Если некоторая страна предоставляет 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.

В целом резервные активы, изменение которых показывается обычно под чертой в платежном балансе, представляют собой сумму следующих активов:

- *Монетарное золото (monetary gold)* – золото пробы не ниже 995/1000, находящееся в хранилищах ЦБ или правительства, которое в любой момент может быть продано за иностранную валюту на мировом рынке или международным организациям. Монетарное золото может храниться на выделенных (*allocated account*) и невыделенных (*nonallocated accounts*) счетах, которые могут находиться в банках-резидентах и банках-нерезидентах, независимо от их места нахождения. Выделенные счета предназначены для хранения золота, которое является собственностью того, кто передал его на хранение. Невыделенные счета предназначены для хранения золота, которое хранитель обязуется доставить владельцу по его первой просьбе. 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. Немонетарное золото может находиться в распоряжении любого резидента и не считается резервным активом.

- *Специальные права заимствования СДР (special drawing rignts, SDR)* – выпускаемый МВФ искусственный резервный актив, который распределяется между странами-членами в соответствии с их квотами и используется как резервный актив. Например, СДР могут быть использованы для приобретения иностранной валюты, предоставления займов и осуществления платежей. Страны могут приобретать СДР друг у друга, осуществлять платежи в СДР. Характерной особенностью СДР является то, что они показываются с обоих сторон платежного баланса – как запасы в активах и как обязательства страны перед МВФ в пассивах.

- *Резервная позиция в МВФ (reserve position at the IMF)* – сумма резервной транши (доли) страны в МВФ и долга со стороны МВФ этой стране. Резервная транша составляет 25% взноса страны в капитал МВФ и может быть получена страной назад практически без каких-либо условий. Долг МФВ стране может возникать, если страна одолжила средства МВФ в соответствии с общим соглашением о займах для под-

держания его кредитной деятельности в других странах. Покупки иностранной валюты за национальную в рамках резервной транши, которая не считается кредитом МВФ, так же как и получение кредита МВФ, приводят к увеличению резервных активов покупающей страны.

- *Депозиты (deposits)* – валютные вклады ЦБ в иностранных центральных банках, Банке международных расчетов и других банках-нерезидентах, которые могут быть отозваны немедленно и использованы для платежей по внешним обязательствам. В число депозитов входят также и краткосрочные займы, предоставляемые центральными банками друг другу, на том основании, что они могут также быть отозваны по первому требованию в случае необходимости оплаты внешних обязательств.
- *Ценные бумаги (securities)* – ликвидные ценные бумаги, выпущенные нерезидентами и торгуемые на организованных биржах, которые в любой момент могут быть проданы за наличную иностранную валюту. К таким ценным бумагам относятся иностранные государственные облигации.
- *Финансовые деривативы (financial derivatives)* включаются в число резервных активов, если они непосредственно связаны с резервными активами и цена активов зависит от цены деривативa и если они находятся под прямым контролем ЦБ.
- *Прочие требования (other claims)* – остаточная категория, включающая все остальные требования в иностранной валюте (наличной валюты или депозитов) или ценных бумагах, а также займы нерезидентам, оплата по которым может быть получена по требованию немедленно и которые могут использоваться для оплаты внешних обязательств страны.

Под чертой в платежном балансе показывается и изменение чистых резервных активов. Это означает, что из резервных активов вычитаются обязательства, относящиеся к резервам.

@ *Обязательства, относящиеся к резервам (reserve-relates liabilities)* – обязательства денежных властей в иностранной валюте перед нерезидентами, которые являются прямым требованием к резервным активам страны.

В числе таких обязательств центрального банка, которые необходимо вычесть из суммы резервных активов, – полученное распределение СДР (в силу того, что страна может быть вынуждена его вернуть, если решит выйти из числа членов МВФ и в некоторых других случаях, и должна платить процент за его использование), займы МВФ, валютные займы, полученные от нерезидентов, депозиты нерезидентов в ЦБ, проданные нерезидентам ценные бумаги ЦБ, другие обязательства ЦБ перед нерезидентами. Все эти обязательства, относящиеся к резервам, должны быть деноминированы в иностранной валюте. Обязательства ЦБ, деноминированные в национальной валюте, к резервным не относятся.

Чистые резервные активы являются лишь вторым эшелоном защиты платежного баланса. В случае существенной несбалансированности счета текущих операций, т.е. отсутствия притока достаточных средства для оплаты импорта товаров и услуг, правительство сначала обычно прибегает к таким мерам, как девальвация валюты для стимулирования экспорта или привлечения дополнительных внешних кредитов. Только когда возможности этих мер исчерпаны (падение курса ведет к гиперинфляции, и новых внешних кредитов не дают), правительство использует резервные активы для оплаты внеш-

них счетов. Чаще всего наличие достаточных резервных активов рассматривается как морально-психологический инструмент для поддержания доверия к национальной валюте, для обеспечения привлечения внешних кредитов поддержания макроэкономической стабильности.

Исключительное финансирование

Во многих странах, и весьма часто, возникают ситуации, когда власти оказываются не в состоянии урегулировать платежный баланс: наступающие платежи по поставкам товаров и услуг, а также по прошлой задолженности оказываются бóльшими, чем текущий приток капитала и имеющиеся резервные активы. Страна просто не в состоянии платить по своим внешним обязательствам. Это приводит к просрочке платежей, осложняет отношения с кредиторами, прерывает новое финансирование. Возникший кризис называется кризисом платежного баланса и показывается аналитически как отрицательное сальдо платежного баланса в целом, которое не может быть покрыто в текущем году за счет сокращения запасов резервных активов, поскольку либо их просто недостаточно, либо они законодательно не могут быть использованы для этих целей. В такой ситуации, характеризующейся резким сокращением резервов и ростом дефицита платежного баланса, страны могут прибегать к исключительному финансированию.

Исключительное финансирование показывается как отдельный блок платежного баланса – меморандум (для памяти), который объединяет все финансовые соглашения, достигнутые правительством с кредиторами с целью не допустить или разрешить кризис платежного баланса.

@ *Исключительное финансирование (exceptional financing)* – операции, проводимые страной, испытывающей трудности с финансированием отрицательного сальдо платежного баланса, по согласованию и при поддержке ее зарубежных партнеров в целях снижения этого сальдо до уровня, который может быть профинансирован традиционными средствами.

Таблица 2.8. **Счет исключительного финансирования платежного баланса (детальное представление)**

Memorandum Items—Exceptional Financing
1. Current and/or capital transfers
1.1 Debt forgiveness
1.2 Other intergovernmental grants
1.3 Grants received from IMF subsidy accounts
2. Direct investment
2.1 Equity investment associated with debt reduction
2.2 Debt instruments
3. Portfolio investment—liabilities
4. Other investment—liabilities
4.1 Drawings on new loans by authorities
4.2 Rescheduling of existing debt
5. Arrears
5.1 Accumulation of arrears
5.2 Repayment of arrears
5.3 Rescheduling of arrears
5.4 Cancellation of arrears

Операции по исключительному финансированию могут проходить по любым статьям платежного баланса, а могут обособляться в отдельную группу. Все они показываются в платежном балансе под чертой.

Среди наиболее значимых операций по исключительному финансированию выделяются следующие:

- *Аннулирование долга (debt forgiveness)* – добровольный отказ кредитора от части или всей суммы долга, зафиксированной в соответствующем соглашении между страной-кредитором и страной-должником. В платежном балансе аннулирование долга показывается как капитальный трансферт в счете движения капитала. Другие трансферты, вклю-

ченные в исключительное финансирование, состоят из грантов в форме наличных денег от правительств и международных организаций.

- *Обмен задолженности на акции (debt/equity swap)* – обмен, обычно по цене ниже номинала, просроченной задолженности и иных долговых обязательств на акции компаний страны должника. Такие операции могут иметь множество конкретных форм, но экономический смысл их один: долговые обязательства, которые не могут быть покрыты должником, обмениваются по соглашению с кредитором на долю в собственности должника.
- *Заимствование для урегулирования платежного баланса (borrowing for balance of payments support*) – займы, получаемые государственными органами и ЦБ от других стран с целью финансирования платежного баланса в исключительных ситуациях. К этой группе относятся кредиты, предоставляемые МВФ.
- *Переоформление и рефинансирование задолженности (debt rescheduling or refinancing)* – изменение условий существующего договора или заключение нового соглашения, предусматривающего замену первоначально согласованных сроков платежей на новые, обычно более продолжительные. При переоформлении считается, что текущие платежи по долгу были произведены своевременно и финансировались за счет новой, т.е. переоформленной, задолженности. Рефинансирование задолженности означат замену существующего долгового инструмента новым долговым инструментом.
- *Досрочная выплата долга (debt prepayment)* – выплата должником по согласованию с кредитором основной части долга до срока, обозначенного в кредитном соглашении; *выкуп долга (debt buyback*) – досрочная выплата долга, но со скидкой от его номинальной стоимости.
- *Накопление и выплата просроченных платежей по долгу (accumulation and repayment of debt arrears)* – способ чрезвычайного финансирования платежного баланса, в рамках которого страны – с согласия кредитора или без него – просто не платят причитающиеся суммы по внешними обязательствам. Просроченным считается долг, срок оплаты по которому наступил, но соответствующая сумма выплачена не была.

Способом исключительного финансирования платежного баланса может также считаться привлечение средств из-за рубежа другими секторами экономики, кроме правительства и ЦБ, поощряемое государственными органами путем субсидирования валютного курса или процентных ставок.

Международная инвестиционная позиция

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, суммируются в международную инвестиционную позицию.

@ *Международная инвестиционная позиция (international investment position, IIP)* – производный от платежного баланса статистический отчет, показывающий накопленные запасы внешних финансовых активов резидентов и их обязательств перед нерезидентами.

Практически баланс международных инвестиций представляет собой финан-

совый счет платежного баланса, активы и пассивы которого составлены по следующей схеме:

> запасы на начало периода → операции → изменение цен → изменение валютных курсов → прочие корректировки → запасы на конец периода.

Разность валовых внешних активов и пассивов страны дает величину ее чистой инвестиционной позиции.

@ *Чистая инвестиционная позиция (net investment position)* – соотношение между международными финансовыми ресурсами, которыми располагает страна, и ее задолженностью перед другими странами.

Международная финансовая позиция может быть представлена в нескольких классификациях – по функциональной категории (табл. 2.9), по типу финансового инструмента (акции, долговые инструменты, прочие финансовые инструменты), по институциональному сектору страны-резидента (центральный банк, коммерческие банки, правительство, другие секторы), по сроку погашения (краткосрочные, долгосрочные финансовые активы и обязательства), по валюте деноминации (национальная или иностранная), по структуре выплачиваемых процентных ставок (переменные или фиксированные).

Накопленные запасы прямых инвестиций определяются на основе их текущей рыночной балансовой стоимости, указываемой в отчетности предприятий с прямыми инвестициями. Запасы портфельных инвестиций, финансовых деривативов, прочих инвестиций и резервных активов учитываются по текущим ценам, складывающимся на рынке на фиксированную дату отчетного периода.

На основе чистой инвестиционной позиции можно приблизительно оценить уровень чистого инвестиционного дохода страны на ее иностранные активы и пассивы, который в некоторых странах является крупной статьей доходной части бюджета и счета текущих операций платежного баланса. В принципе грубая оценка инвестиционного дохода из-за рубежа может основываться на оценке объема чистых иностранных инвестиций данной страны и преобладавшей в течение прошедшего года средней процентной ставки по таким активам. Обычно используется ставка Либор плюс небольшая премия размером в 1–1,5 процентных пункта. Однако, если норма доходов на внешние активы больше, чем платежи по внешним пассивам, чистый инвестиционный доход будет положительным, тогда как чистая инвестиционная позиция может быть отрицательной, например в результате того, что в первые годы дивиденды обычно меньше суммы инвестиций в акционерный капитал.

Таблица 2.9. **Международная инвестиционная позиция (детальное представление)**

1. Direct investment
1.1 Equity and investment fund shares
1.2 Debt instruments
2. Portfolio investment
2.1 Equity and investment fund shares
2.2 Debt securities
3. Financial derivatives and employee stock options
3.1 Central bank
3.4 Other sectors
4. Other investment
4.1 Other equity
4.2 Currency and deposits
4.3 Loans
4.4 Insurance, pension, and standardized guarantee schemes
4.5 Trade credit and advances
4.6 Other accounts receivable/payable
4.7 Special drawing rights
5. Reserve assets
5.1 Monetary gold
5.2 Special drawing rights
5.3 Reserve position in the IMF
5.4 Other reserve assets

РЕЗЮМЕ

1. Платежный баланс представляет собой статистический отчет об экономических операциях между резидентами и нерезидентами в течение определенного периода времени. Построение платежного баланса основывается на системе двойной записи, определяет экономическую территорию страны, проводит различие между резидентами и нерезидентами, основывается на рыночных ценах, существовавших на момент заключения сделки, и использует расчетную единицу, применяемую в национальной экономике, с последующим пересчетом ее в доллары США. Платежный баланс интегрирует счета многих секторов, в его основе лежит таможенная статистика, статистика денежного сектора в той степени, в какой она учитывает международные операции, статистика внешнего долга, статистические обзоры, статистика операций с иностранной валютой.

2. Стандартный платежный баланс состоит из трех разделов: счета текущего, капитального и финансового счетов. В качестве отдельного раздела в платежный баланс может быть включен блок чрезвычайного финансирования. На базе потока финансовых средств в платежном балансе строится таблица международной инвестиционной позиции страны, отражающая накопленные запасы этих средств.

3. Текущий счет – это ключевое понятие международной макроэкономики, показывающее, с одной стороны, платежи по товарам, услугам, доходам и переводам между резидентами и нерезидентами, а с другой – баланс внутренних инвестиций и сбережений. В текущий счет включаются платежи между резидентами и нерезидентами за товары, услуги, первичный доход и вторичный доход.

4. Товары – это физические предметы, произведенные человеком, находящиеся в собственности экономического агента, который может передавать их другим экономическим агентам путем совершения экономических операций. Услуги – результат производительной деятельности, в результате которой изменяются условия экономических агентов или облегчается обмен продуктами или финансовыми активами. Первичный доход – доход, получаемый экономическими агентами за их вклад в производственный процесс путем предоставления услуг труда, финансовых активов, сдачу в аренду природных ресурсов другим экономическим агентам. Вторичный доход – статья платежного баланса, включающая текущие трансферты между резидентами и нерезидентами.

5. Капитальный счет платежного баланса фиксирует приобретение или продажу капитальных активов и движение капитальных трансфертов между резидентами и нерезидентами. Он состоит из финансовых потоков, относящихся к приобретению и продаже материальных активов, не являющихся результатом производства, и трансфертов, при которых право собственности на актив передается одним экономическим агентом другому, который обязывает одну из сторон приобрести или продать актив.

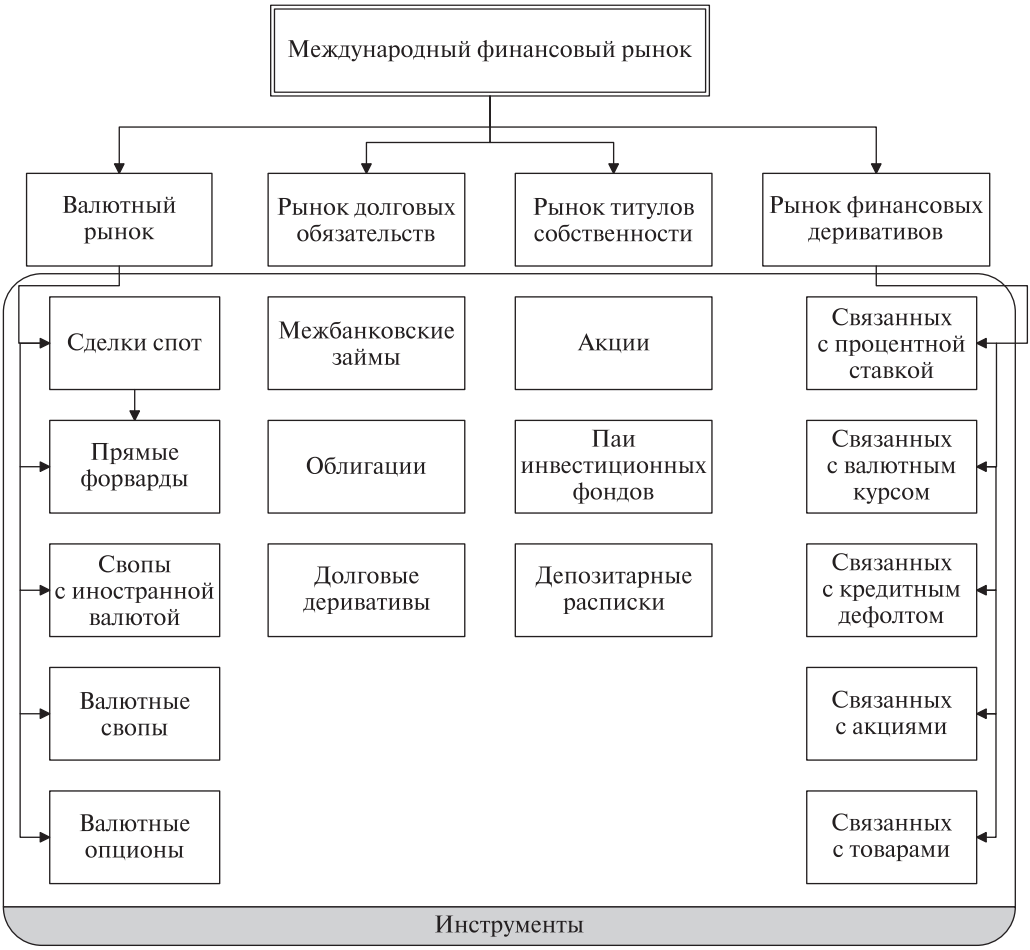
6. Финансовый счет представляет собой группу статей платежного баланса, охватывающих все операции, в результате которых происходит переход права собственности на финансовые активы и обязательства между резидентом и нерезидентом. Наиболее значимые статьи финансового счета – прямые иностранные инвестиции – инвестиции между резидентами и нерезидентами, дающие инвестору существенный контроль над объектом инвестирования, а также портфельные инвестиции, купля-продажа финансовых деривативов, и другие инвестиции.

7. Движение резервных активов является частью финансового счета платежного баланса и представляет собой 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, регулирования курса национальной валюты и других целей, таких как поддержание доверия к национальной валюте и получение иностранных займов. В число резервных активов относится монетарное золото, иностранная валюта, иностранные ценные бумаги, СДР и резервная позиция в МВФ.

8. Исключительное финансирование платежного баланса заключается в операциях, проводимых 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. Оно может иметь форму аннулирования долга, обмена долга на акции, заимствования, переоформления и рефинансирования задолженности, а также накопления неплатежей.

9. Платежный баланс отражает потоки финансовых средств между резидентами и нерезидентами за определенный период. Международная инвестиционная позиция показывает накопленные запасы внешних финансовых активов резидентов и их обязательств перед нерезидентами на определенную дату.

План-схема


Международный финансовый рынок
Валютный рынок
Рынок долговых обязательств
Рынок титулов собственности
Рынок финансовых деривативов
Сделки спот
Прямые форварды
Свопы с иностранной валютой
Валютные свопы
Валютные опционы
Межбанковские займы
Облигации
Долговые деривативы
Акции
Паи инвестиционных фондов
Депозитарные расписки
Связанных с процентной ставкой
Связанных с валютным курсом
Связанных с кредитным дефолтом
Связанных с акциями
Связанных с товарами
Инструменты

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Акции
Арбитраж
Валютный опцион
Валютный своп
Гарантированный государством долг
Государственный долг
Депозитарные расписки
Защищенный процентный арбитраж
Зрелые рынки
Международный валютный рынок
Международный рынок долговых обязательств
Незащищенный процентный арбитраж
Ноты
Облигации
Опцион
Прямые форварды
Расчетные риски
Своп
Свопы с иностранной валютой
Сделки спот
Финансовые деривативы
Форвард
Формирующиеся рынки
Хеджирование
Частный негарантированный долг

3. Международные финансовые рынки

Рынок валют

Финансовые потоки, отражаемые в платежном балансе каждой страны, видны в расчетах, осуществляемых на международных финансовых рынках. Таких основных рынков четыре: рынок валюты, рынок долговых обязательств, рынок титулов собственности и рынок финансовых деривативов.

@ *Международный валютный рынок (international foreign exchange market)* – совокупность операций по обмену валют, предоставлению валютных кредитов и принятию валютных депозитов, осуществляемых между резидентами и нерезидентами.

В число участников валютного рынка входят практически все экономические агенты – государство в лице центрального банка и государственных фондов, фирмы в лице коммерческих банков, промышленных корпораций, бирж, пенсионных фондов и других институциональных инвесторов, частные лица.

В более узком смысле под международным валютным рынком понимается рынок FOREX – межбанковский обмен валютами. В русском языке термин «Форекс» обычно используется в более узком смысле как спекулятивная торговля валютой через коммерческие банки.

Наиболее полные данные о мировом валютном рынке собираются и обобщаются Банком международных расчетов (БМР) в рамках проводимых раз в три года при содействии центральных банков обзоров положения на мировом рынке валют и финансовых деривативов[1]. Данные обобщаются по пяти основным инструментам: сделки спот, прямые форварды, свопы с иностранной валютой, валютные свопы, валютные опционы. Кроме того собираются данные по валютным деривативам, к которым относятся соглашения о форвардном курсе, процентные свопы и процентные опционы.

@ *Сделки спот (spot transactions)* – одиночные непосредственные сделки по обмену двух валют по оговоренному на дату договора курсу на определенную стои-

[1] Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity. Bank for International Settlements.

мость и с доставкой за наличный расчет в течение двух рабочих дней.

Рынок сделок спот – основной мировой валютный рынок. Он характеризуется участием практически всех стран и большинства валют, высокой стандартизированностью и автоматизированностью сделок и обычно большими объемами каждой из них.

@ *Прямые форварды (outright forward)* – одиночные непосредственные сделки по обмену двух валют по оговоренному на дату договора курсу определенной стоимости и с доставкой за наличный расчет в течение более двух рабочих дней.

Прямые форварды структурно близки к сделкам спот по обмену двумя валютами на основе контрактов, предусматривающих расчеты спустя более двух рабочих дней. Это понятие также включает в себя некоторые производные инструменты, такие как форвардные соглашения о форвардном курсе (*forward rate agreement*, *FRA*), не исполняемые форварды (*non-deliverable forwards*) и другие форвардные контракты.

Единственное отличие валютных форвардов от сделок спот заключается в том, что в сделках спот стороны договариваются о курсе, по которому они готовы обменяться валютами сегодня, тогда как при заключении форвардной сделки стороны договариваются о курсе, по которому они обменяются валютой в определенный момент в будущем. Например, продавец и покупатель валюты могут договориться сегодня о том, что через три месяца продавец продаст, а покупатель купит 100 тыс. долл. по курсу 0,7 евро за доллар, независимо от того, какой курс спот будет существовать на тот момент в будущем. Соответственно, разница между реально сложившимся курсом и курсом, обусловленным в рамках форвардного контракта, составляет прибыль или убыток одной из сторон.

Процесс расчетов на форвардном рынке происходит так же, как и на рынке спот. Срок форвардных контрактов составляет обычно неделю, месяц, три месяца, шесть месяцев и год. В настоящее время большинство форвардов заключаются на короткий срок, форварды на год очень редки. Форвардный курс может быть равным курсу спот, выше или ниже него. Если форвардный курс ниже курса спот, то иностранная валюта продается с форвардной скидкой (*forward discount*), если форвардный курс выше курса спот, то иностранная валюта продается с форвардной наценкой (*forward premium*). Например, если курс спот составляет 1 долл. = 30 рублей, а форвардный курс по трехмесячным контрактам составляет 1 долл. = 28 рублей, то считается, что рубль продается на три месяца с двухрублевой скидкой. Форвардные скидки обычно выражаются в процентах за год по отношению к значению курса спот по формуле: $\frac{E_{\text{forward}} - E_{\text{spot}}}{E_{\text{spot}}} \times \pi \times 100$, где E – валютный курс, форвардный и курс спот. Коэффициент π показывает число периодов до наступления платежа и переводит тем самым процент в годовое исчисление. При длительности форвардного контракта в один месяц для пересчета процентов в годовое исчисление результат умножают на 12, при длительности контракта три месяца – на 4, неделю – на 52.

Стандартизированные форвардные контракты на валюту, торговля которыми происходит на биржах, называются фьючерсами. Фьючерсы являются теми же форвардами, но торгуемыми в форме стандартизированных контрактов на определенные суммы валюты на организованных биржах. Набор валют, которыми происходит торговля в рамках фьючерсов, весьма ограничен – обычно это доллар США, иена, евро, канадский доллар, фунт и швейцарский франк. Размер контракта ограничен правилами конкретной

биржи,торговля происходит с поставкой в строго определенные дни года, биржа накладывает ограничения на масштабы изменения валютного курса. Фьючерсная торговля валютами проходит на биржах, расположенных в Чикаго, Нью-Йорке, Лондоне и Сингапуре и некоторых других городах. Размер фьючерсного контракта обычно меньше форвардного, и комиссионные по нему выше.

@ *Свопы с иностранной валютой (foreign exchange swaps)* – сделки по обмену двумя валютами в определенную дату по курсу, согласованному на момент заключения договора (*short leg*), и обратный обмен теми же двумя валютами в определенную дату в будущем (*long leg*), обычно по курсу, отличному от начального, но согласованного на момент заключения договора.

Свопы с иностранной валютой предусматривают обмен двух валют между собой. Их нельзя путать с валютным свопами, которые предусматривают обмен только потоками процентных платежей.

@ *Валютный своп (currency swap)* – контракт, по которому две стороны обмениваются платежами по проценту в различных валютах, исходя из заранее согласованного обменного курса в течение определенного периода времени, и основной суммой валют по достижению срока платежа.

Валютные свопы используются преимущественно в целях хеджирования валютных рисков. Механизм хеджирования заключается в том, что определенная сумма долларов продается по курсу рынка спот за евро и одновременно стороны договариваются об обратной продаже того же количества долларов в установленный срок в будущем. Тем самым валютный своп – это сочетание сделки спот с форвардной сделкой. Если банк получает 1 млн долл. сегодня, но они ему потребуются только через три месяца, он может пока инвестировать эти средства в рублевые государственные облигации. Вместо того чтобы продавать доллары за рубли на рынке спот сегодня и одновременно вновь покупать доллары на основе фьючерса с поставкой через три месяца и платить тем самым комиссионные по двум разным сделкам, банк может в рамках одной сделки своп сначала обменять доллары на рубли, а затем совершить обратный обмен через три месяца, когда ему потребуются доллары. В результате валютный риск заменяется на кредитный, что принципиальным образом отличает рынок своп от рынка спот.

Наибольшее количество свопов заключается на срок до одной недели. Большинство своповых сделок совершается на небольшом количестве высоколиквидных рынков, поскольку ключевым элементом для сторон обычно является способность рынка воспринять бóльшие по объемам сделки без существенного изменения цен. Исторически сделки своп использовались ЦБ для регулирования ликвидности. ЦБ обменивались согласованными количествами национальных валют для пополнения ликвидности на случай, если правительству потребуются дополнительные резервные ресурсы.

@ *Валютный опцион (currency option)* – контракт, дающий определенное право купить или продать одну валюту за другую валюту по определенному курсу в течение установленного периода времени.

Опционы представляют собой стандартные контракты, которые дают покупателю право купить (*call option*) или продать (*put option*) определенное количество валюты в определенный день (Европейский опцион) или в любой момент до определенного дня (Американский опцион) по фиксированной цене (*stike price*). Тем самым у покупателя опциона есть выбор: либо купить его, либо не покупать, тогда как продавец обязан продать опцион по первому требованию покупателя. За это покупатель платит продавцу

премию в размере 1–5% от стоимости контракта. Опционы используются в случае, например, участия компании в торгах на покупку земли за рубежом, когда компания предложила заплатить определенную сумму, но не уверена, что ее выберут по результатам торгов. Тогда компания, которая не знает, понадобится ли ей иностранная валюта или нет, может приобрести опцион на покупку валюты, который она реально исполнит, только если победит на торгах. Опционы используются и в целях валютной спекуляции: если покупатель приобретает валюту по цене, которая намного ниже, чем сложившаяся на рынке, он, даже за вычетом цены опциона, оказывается в выигрыше по отношению к продавцу.

В числе финансовых деривативов, торговля которыми происходит на мировом валютном рынке, выделяются следующие:

- *Форвардные соглашения о процентной ставке (forward rate agreement, FRA)* – соглашение, устанавливающее процентную ставку, которая будет уплачена или получена начиная с определенного момента в будущем, в течение согласованного периода времени.
- *Своп с процентной ставкой (interest rate swap)* – соглашение об обмене процентными платежами в единой валюте.
- *Опцион с процентной ставкой (interest rate option)* – соглашение, по которому оплачивается или получается определенная процентная ставка в течение согласованного периода времени.

Размер рынка торговли валютой несравним и на порядок превосходит все остальные формы международных экономических отношений, такие как торговля товарами, торговля услугами, международное движение капитала, рабочей силы или технологии. Примерно половину всех сделок на валютном рынке составляют сделки в рамках свопов с иностранной валютой, около трети – сделки спот, десятую часть – прямые форварды, тогда как на валютные свопы и валютные опционы приходится незначительная часть.

На мировом валютном рынке происходит торговля практически всеми существующими валютами. Доллар США абсолютно доминирует в торговле на мировом валютном рынке, на него приходится более 40% всех сделок, тогда как на евро – 20%, иену – 10%, фунт стерлингов – 6%. Доля российского рубля на мировом валютном рынке составляет менее 1% и сопоставима с индийской рупией и польским злотым. Наиболее активно торгуемые пары валют следующие: доллар – евро, доллар – иена, доллар – фунт, доллар – канадский доллар, доллар – австралийский доллар. Как видно, в семи из основных пар валют, наиболее активно торгуемых на мировом рынке, одной из сторон сделки выступает доллар. На торговлю между долларом и евро и долларом и иеной приходится половина оборота мировой торговли валютой. Столь высокая значимость доллара объясняется даже не тем, что США, с одной стороны, и ФРГ и Япония – с другой, являются крупнейшими торговыми партнерами в мире, а тем, что доллар используется в качестве «проводниковой валюты» (*vehicle currency*) при торговле большинством других валют, кроме евро. Канадские доллары, австралийские доллары и японские иены продаются сначала за доллары, на которые потом покупается необходимая валюта.

Сделки на валютном рынке могут совершаться как между резидентами внутри страны, так и между резидентами и нерезидентами, находящимися в разных странах. На сделки внутри страны приходится примерно половина всех сделок с валютой, причем доля внутреннего рынка постепенно увеличивается, тогда как на сделки с валютой между странами приходится также примерно половина, но их доля в мировом валютном обороте несколько сокращается. Однако за этими

усредненными показателями скрывается большое разнообразие. Например, в Бахрейне международные сделки с валютой абсолютно доминируют над местными, тогда как в Японии на внешние валютные операции приходится весьма незначительная доля оборота валютного рынка, а остальные валютные сделки совершаются между банками внутри страны.

Географически валютный рынок сильно концентрирован. На банки, находящиеся в Великобритании (в основном в Лондоне), США (Нью-Йорк) и Японии (Токио), приходится более 60% мировой торговли валютой, причем Лондон абсолютно доминирует с долей в 37%, и темпы развития этого рынка сильно превосходят все остальные валютные центры. Лондон является крупнейшей площадкой по торговле американским долларом и евро, превосходя даже Нью-Йорк. В следующую группу входят банки, расположенные в таких странах как Сингапур, Швейцария (Цюрих), Гонконг и Австралия (Сидней).

Технически сделки на валютном рынке могут совершаться либо напрямую между торгующими сторонами, обычно между банками, в электронной торговой системе, по телефону, телексу или через валютного брокера, который сводит заявки на покупку и продажу валюты в межбанковской торговле. В торговле через брокера основную роль продолжает играть квотирование цен по телефону между различными трейдерскими центрами, тогда как электронные брокеры действуют преимущественно на спотовом рынке и в торговле очень ограниченным набором пар валют.

Основной смысл коммерческой торговли валютой на мировом рынке, которая осуществляется в значительной мере в форме сделок спот, заключается в стремлении участников получить прибыль на различиях в валютных курсах в географически разных валютных центрах, так называемом арбитраже.

@ *Арбитраж (arbitrage)* – операция, предполагающая покупку валюты или другого актива (товара, ценных бумаг) на одном рынке, ее немедленную продажу на другом рынке и получение прибыли из-за различия в цене покупки и продажи.

Арбитраж уравнивает спрос и предложение на валюту и поэтому способствует устранению на какое-то время различий в валютном курсе между географически разными рынками, объединяя национальные валютные рынки в единый мировой. Например, если курс на Нью-йоркской бирже составляет 1 евро = 1,33 долл, а во Франкфурте 1 евро = 1,30 долл., арбитражный трейдер, обычно коммерческий банк или валютный дилер, купит евро за доллары во Франкфурте и немедленно продаст их в Нью-Йорке, заработав при этом по 0,03 доллара на каждом евро. Несмотря на то что прибыль кажется маленькой и, кроме того, из нее надо вычесть издержки на совершение операции (подключение к компьютерной торговой системе, стоимость электронного перевода и пр.), при достаточной сумме, вовлеченной в одну операцию, трейдер всего за несколько минут работы может получить внушительный доход. Арбитраж между двумя валютами называется двухпунктовым арбитражем (*two-point arbitrage*), между тремя – трехпунктовым (*three-point arbitrage*) и предусматривает игру на возможных расхождениях в кросс-курсах нескольких валют.

Большая подвижность валютных курсов, сложность и огромные размеры валютного рынка привели к возникновению специфической группы рисков, которые необходимо учитывать в международных операциях.

@ *Валютные риски (foreign exchange risks)* – группа рисков, возникающих в связи с использованием нескольких валют в международных сделках.

Валютные риски делятся на две группы: риски, связанные с изменением в бу-

дущем валютного курса, и риски, связанные с расчетами. Поскольку арбитраж предусматривает покупку одной валюты и ее немедленную продажу на ином рынке, никакого иного риска, кроме технического сбоя в системе расчетов, не возникает. Другое дело со всеми остальными формами торговли валютой на мировом рынке, где существует риск изменения валютного курса за время осуществления конкретной операции. Такие риски частично нейтрализуются с помощью валютного хеджирования.

@ *Хеджирование (hedging)* – компенсационные действия, предпринимаемые покупателем или продавцом на валютном рынке, чтобы предохранить свой доход в будущем от изменения валютного курса.

Импортер, которому нужны доллары для оплаты импортных поставок через три месяца, чтобы застраховать себя от изменения валютного курса в будущем, может конвертировать российские рубли в доллары по сегодняшнему курсу и положить доллары на депозит на три месяца, заработав определенный процент. Тем самым импортер как бы страхует себя от риска повышения курса доллара через три месяца, что потребовало бы от него большей платы за то же количество валюты. Если первоначальная сумма берется взаймы у банка, то стоимость такого страхования от валютного риска составляет положительную разницу между процентом, который импортер платит по займу, и более низким процентом, получаемым им по валютному депозиту. Однако серьезным недостатком такого страхования валютного риска является то, что импортер вынужден либо занимать средства, либо связывать собственные средства на три месяца. Поэтому в целях хеджирования нередко используется покупка форвардного контракта по сегодняшнему форвардному курсу доллара, но с поставкой через три месяца. Если к тому времени курс доллара окажется ниже сегодняшнего форвардного, то разница составит цену страховки валютного риска для импортера. Для хеджирования риска можно приобрести и опцион покупки валюты в будущем по сложившемуся сегодня форвардному курсу, заплатив, правда, некую премию держателю опциона. Если через три месяца курс на рынке спот окажется лучше, чем тот, по которому продан опцион, валюту через опцион можно просто не покупать, а купить ее на рынке спот. Если курс будет хуже, то валюту можно будет купить на основе условий опциона. Цена страховки от валютного риска составляет цену премии, выплачиваемой держателю опциона.

Противоположным понятию хеджирования является спекуляция на валютных курсах, которая не носит отрицательного оттенка, а является одной из легальных форм валютного бизнеса. В целях страховки от валютных рисков банки обычно пытаются уравнять свои рисковые валютные активы и пассивы, с тем чтобы чистая открытая позиция (*net open position*) была минимальной. Спекулянты, напротив, стремятся держать большие открытые позиции в той или иной валюте, полагая, что ее курс изменится в их пользу и ее удастся конвертировать в другую валюту с прибылью. Прибыль или убыток спекулянта равен разности между курсом спот, по которому он купил валюту, и курсом спот, по которому ему удалось ее продать. Держать открытые позиции за счет собственных средств невыгодно, поэтому спекулянты также используют форвардный рынок. Например, если с точки зрения спекулянта курс спот определенной валюты через три месяца будет выше, чем курс трехмесячного форвардного контракта, то он купит такой контракт и, если не ошибется, получит валюту через три месяца по курсу, зафиксированному три месяца назад, и немедленно перепродаст ее по более высокому курсу рынка спот, получив тем самым прибыль. Когда спе-

кулянт покупает валюту не с целью ее перепродажи в будущем по более высокому курсу, он принимает длинную позицию (*long position*). Если, напротив, спекулянт занимает валюту или продает ее по форвардному курсу с целью последующей покупки по более низкому курсу, чтобы погасить свой заем, спекулянт принимает короткую позицию (*short position*). С точки зрения международной макроэкономики хеджирование имеет ярко выраженный стабилизационный эффект, поскольку позволяет избежать или хотя бы ограничить валютные риски и предотвратить частое разорение финансовых посредников и других фирм, вовлеченных в международные операции. Валютная спекуляция, однако, может иметь как стабилизирующий, так и дестабилизирующий макроэкономический эффект. Спекуляция положительно влияет на макроэкономику, если спекулянты покупают валюту, когда курс ее низкий, в расчете на то, что в дальнейшем он вырастет. Спекуляция отрицательно влияет на макроэкономику, когда спекулянты продают валюту, курс которой низок, в надежде на еще большее его падение.

Риск изменения валютного курса возникает не только для импортеров или экспортеров товаров и услуг, но и для инвесторов. Для инвестирования за рубежом надо сначала конвертировать национальную валюту в валюту той страны, в которую осуществляется инвестиция. Когда настанет время репатриировать прибыль или весь вложенный капитал, валютный курс может быть ниже, чем в момент совершения инвестиции, что приведет к потерям. Наиболее четко этот риск виден на примере портфельных инвестиций в форме краткосрочных банковских депозитов или приобретения правительственных ценных бумаг. Краткосрочный капитал мигрирует из страны в страну, привлекаемый различиями в процентных ставках, осуществляя тем самым процентный арбитраж.

Существуют два основных вида процентного арбитража:

- *Незащищенный процентный арбитраж (uncovered interest arbitrage)* – покупка валюты на рынке спот для осуществления инвестиции без использования механизмов хеджирования валютного риска.
- *Защищенный процентный арбитраж (covered interest arbitrage)* – покупка валюты на рынке спот для осуществления инвестиции и одновременная форвардная продажа иностранной валюты для хеджирования валютного риска.

Страхование от изменения валютного курса заключается в форвардной продаже валюты, эквивалентной по размерам масштабам инвестиции, плюс процент, который будет получен на инвестицию. Если процент, выплачиваемый на вложения в государственные ценные бумаги США, составляет 3%, а в Европе – 2%, то инвестиции в американские бумаги прибыльны для европейцев до тех пор, пока курс доллара по отношению к евро в течение срока инвестиции существенно не падает. Если такая уверенность есть, можно осуществить незащищенный процентный арбитраж. Если же такой уверенности нет, то весьма желательно осуществить защищенный процентный арбитраж. Для этого европейский инвестор одновременно с покупкой долларов за евро покупает опцион на продажу этих же долларов за евро в сумме размера инвестиции плюс предполагаемый процент по инвестиции на срок инвестиции по тому же курсу, по какому он купил доллары на рынке спот. Если в момент репатриации инвестиции курс доллара обесценится больше, чем получаемый по инвестициям процент, то инвестор реализует опцион и получает назад сумму первоначальной инвестиции в евро плюс прибыль от разности процентов.

Помимо риска изменения курса валюты участники валютного рынка вынуждены учитывать и риск, возникающий

в связи с громадным объемом расчетов и платежей. По оценкам, на мировом валютном рынке происходит около 150 тыс. двусторонних платежей в день.

@ *Расчетные риски (settlement risks)* – риски, возникающие в связи со сбоями в системе международных расчетов по валютным операциям.

Наиболее типичные расчетные риски связаны с временны́ми сдвигами в расчетах между валютными центрами, расположенными в разных часовых поясах. Например, при обмене долларов на иены зачисление иен на корреспондентский счет японского банка в Нью-Йорке может произойти только в то время, когда открыта Токийская биржа, тогда как обратная поставка долларов американским банком его банку-корреспонденту в Токио может быть осуществлена только тогда, когда открыта Нью-Йоркская биржа. Рабочие часы двух бирж не пересекаются, поэтому неизбежна ситуация, когда одна сторона произвела платеж, тогда как другая нет. Риск усугубляется тем, что это может быть не просто технический сбой, а свидетельство неожиданного банкротства не заплатившего партнера. Более того, банки находятся в независимых странах и никакой международной системы принуждения к платежам не существует. Исследование расчетных рисков свидетельствует, что в большинстве случаев технические сбои исправляются в течение 24–48 часов и на это время банки перекредитовываются на межбанковском рынке. Если платежи не поступают в течение более трех рабочих дней и связаны с банкротством партнера, это, учитывая их большой размер, может с легкостью привести к немедленному коллапсу в не получившем их банке. Следствием этого может стать «эффект домино», приводящий к банкротству целой группы связанных общим бизнесом банков, что, в свою очередь, может иметь тяжелейшие системные последствия для макроэкономики.

Одно из решений проблемы расчетных рисков на мировом валютном рынке заключается в создании глобальной многосторонней системы расчетов, независимой от национальных правительств и отдельных банков и наделенной правом принуждения банков к исполнению контрактов по торговле валютой. Пока такой системы не существует, БМР предлагает усовершенствовать существующие расчетные механизмы, два из которых – двусторонние и два – многосторонние. SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) – международная межбанковская система передачи информации и совершения платежей, прежде всего в Европе. Многосторонние платежные системы, которые находятся пока на стадии становления, позволяют взаимно зачитывать требования нескольких банков друг к другу, имеют механизмы, обеспечивающие продолжение платежей в случае банкротства одного из банков и взыскание с него причитающихся сумм во избежание «эффекта домино».

Рынок долговых обязательств

При предоставлении международных кредитов или покупке зарубежных облигаций у должника или продавца облигаций возникает обязательство перед кредитором по возврату полученного кредита или выкупу облигаций по установленной цене в определенный срок.

@ *Международный рынок долговых обязательств (international debt market)* – совокупность операций по предоставлению и получению международных кредитов и купле-продаже титулов долга.

На международном кредитном рынке обращаются долговые обязательства, которые подтверждают право кредитора на взыскание долга с должника. Эти долговые обязательства могут принимать многообразные конкретные формы. По мето-

дологии Мирового банка, по сроку погашения долговые обязательства бывают долгосрочными (со сроками погашения более одного года), краткосрочными (со сроком погашения до одного года); по типу заемщика – государственными, гарантированными государством и частными; по типу кредитора они делятся на официальный и частный долг. Официальные долговые обязательства подразделяются на обязательства перед международными организациями и двусторонние обязательства. Частные долговые обязательства включают долг коммерческим банкам, облигации и прочий долг. В международной бизнес-практике все ценные бумаги, подтверждающие долговые обязательства государства или частных фирм, относят к рынку фиксированного дохода (*fixed income market*), хотя на практике доход по ним далеко не всегда может быть фиксированным.

Долгосрочные долговые обязательства разделяются на:

- *Государственный долг (public debt)* – долг, который приобретают центральное или местное правительство и автономные правительственные учреждения. Государственный долг возникает в результате получения двусторонних кредитов от других правительств, центральных банков, правительственных учреждений и государственных экспортно-импортных банков. Государственным также считается долг, возникший в результате получения кредитов от международных организаций и региональных банков развития.

- *Гарантированный государством долг (publicly guranteed debt)* – долг частных фирм и государственных компаний, платежи по которым гарантируются государством. В случае неплатежа государство вынуждено принять на себя обязательства компании выплатить основную сумму долга и процент по нему за счет средств государственного бюджета.

- *Частный негарантированный долг (private nonguranteed debt)* – долг частных фирм, платежи по которым не гарантируются государством. Частный долг возникает преимущественно в результате получения фирмами банковских кредитов, размещения ими корпорационных облигаций на финансовом рынке и получения других кредитов. Краткосрочный долг не разделяется на государственный и частный. В числе прочих сегментов мирового кредитного долга, которые обычно показываются отдельно в статистике, – уровень концессионного долга, в котором кредиты, полученные под более низкий, чем рыночный, процент, составляют более 25%; относительный размер кредитов, полученных под плавающий процент; объем задолженности государственного и частного секторов.

Когда частной фирме требуются дополнительные инвестиции, она может использовать два источника – собственные и внешние, причем получить средства извне она может как на внутреннем рынке страны, так и за рубежом. Практически во всех развитых странах 50–70% новых инвестиций осуществляются за счет собственных средств фирм, которые не прибегают к займам. Оставшиеся 30–50% финансируются путем выпуска долговых обязательства (*debt*) и акций (*equities*). Когда же правительству требуются дополнительные средства для финансирования дефицита бюджета или осуществления инвестиционных программ, в его распоряжении также имеется несколько источников: выпуск государственных долговых обязательств, привлечение займов, продажа государственной собственности. Правительство может продать свои долговые обязательства, государственную собственность или получить займы как от резидентов (обычно национальные банки, инвестиционные или страховые компании), так и от нерезидентов.

Существуют три основных международных рынка долговых обязательств:

- *Международный межбанковский рынок (international interbank market)* – прямые межбанковские займы банков-резидентов банкам-нерезидентам, покупка ценных бумаг иностранных банков, прочие требования к иностранным банкам и небанковским организациям. Более 75% межбанковских займов предоставляется банками в развитых странах друг другу в основном в долларах и евро, доля которых в деноминации межбанковских займов примерно одинакова. Банковские займы для частного бизнеса являются внешним источником финансирования. Если заем выдается компании группой банков, то он называется синдикатным займом (*syndicated loan*). Чтобы распределить риск, большая часть займов выдается на мировом рынке в синдикативном виде. Процентная ставка по синдикатным кредитам устанавливается плавающей в привязке к какому-либо международному агрегату, такому, например, как ЛИБОР или процентная ставка по государственным облигациям американского казначейства с таким же сроком погашения.

- *Международный рынок долговых ценных бумаг (international debt securities market)* – международные займы с использованием инструментов денежного рынка, нот и облигаций. Долговые ценные бумаги могут выпускаться правительством, корпорациями и финансовыми организациями. Они размещаются (продаются) на внутреннем или международном рынке. Основная их доля деноминирована в долларах или евро. Долговые обязательства могут размещаться под фиксированную или плавающую процентную ставку, процент по ним может быть привязан к цене некоторого индекса.

- *Международный рынок торговли деривативами на неорганизованных рынках (over-the-counter derivatives market)* – международная торговля производными от титулов долга за пределами бирж. Деривативы используются в основном для торговли риском по долговым обязательствам, связанным с изменением валютного курса, процентной ставки, цены акций или товара, к которым привязана цена долгового обязательства, свопами кредитного дефолта.

К наиболее распространенным инструментам долгового рынка относятся следующие:

- *Ноты (notes)* – это средне- и краткосрочные негарантированные расписки на предъявителя, выпущенные на свободный рынок со скидкой от объявленной стоимости. Расписки используются небольшими фирмами как субститут банковских займов. Такие расписки выпускаются относительно небольшим числом фирм. Еврокоммерческие бумаги (*Euro commercial paper – ECP*) отличаются тем, что они продаются за пределами тех стран, где выпущены. Небольшие фирмы, выпускающие для заимствования на рынке краткосрочные расписки, подвергают себя определенному риску, ибо такие расписки могут оказаться непроданными. Для страховки от этого риска фирма может прибегнуть к созданию долговых обязательств с банковской поддержкой (*note issuance facility – NIF*), которая представляет собой договор между фирмой-заемщиком, выпускающей расписки, и группой банков, которые гарантируют покупку этих расписок в течение определенного периода времени в будущем. Механизм по размещению расписок типичен для еврорынков – кредитов, размещаемых за пределами стран, где находятся заемщики, где расписки, размещаемые с помощью этого механизма, называются евронотами (*Euronotes*).

- *Облигации (bonds)* – инструмент заемного корпоративного и межгосударственного финансирования, ценная бумага со средним сроком погашения обычно в 3–10 лет, издающаяся под залог корпоративного или личного имущества. Облигации могут либо просто погашаться при наступлении срока платежа, либо конвертироваться в долг или акции компании. Облигации бывают купонными (*coupon bonds*) и бескупонными (*zero-coupon bonds*). Выплата купона может быть зафиксирована как твердая величина при размещении облигаций либо устанавливаться периодически в зависимости от изменений ставки ЛИБОР. Если весь выпуск облигаций приобретается банком или группой банков, которые держат их до погашения и не продают на вторичном рынке, то эти облигации являются, по существу, банковским займом. Правительство или частная фирма, располагающаяся в любой стране, может выпустить долговые инструменты на трех рынках – национальном, зарубежном и международном. Национальный рынок включает займы, полученные от местных банков, ноты и облигации, размещенные среди местных инвесторов. Зарубежные рынки включают получение кредитов от иностранных банков и размещение расписок и облигаций в зарубежных странах.

Зарубежные рынки облигаций имеют специфические названия. Например, облигации, размещаемые иностранными фирмами в США, называются янки-облигациями (*yankee bonds*), в Японии – самурай-облигациями (*samurai bonds*), в Великобритании – бульдог-облигациями (*bulldog bonds*), в Испании – матадорами (*matadors*). Зарубежные рынки включают получение синдикатных займов от консорциумов международных банков или размещение через них расписок и облигаций на мировых рынках.

В принципе существуют два сегмента международного рынка – рынок евродолгов (*Euro debt market*) и рынок драконовых долгов (*dragon debt market*). Евродолги представляют собой займы, полученные от международных банковских синдикатов или размещенные с их помощью облигации или расписки на мировом финансовом рынке. Рынок драконовых долгов практически эквивалентен по сути рынку евродолгов с той разницей, что долговые обязательства котируются на рынках стран Юго-Восточной Азии, однако размер его на несколько порядков меньше. Различие между этими тремя рынками долговых обязательств со временем становится все более размытым, хотя еврооблигации и еврорасписки продолжают сохранять набор отличительных признаков: они приобретаются международными синдикатами банков, предлагаются инвесторам во многих странах, размещаются за пределами юрисдикции какой-либо одной страны, в большинстве случаев выпускаются на предъявителя, регистрируются на национальных биржах – в Лондоне или Люксембурге, однако в основном обращаются вне бирж (*over-the-counter*). Главной причиной биржевой регистрации еврооблигаций является то, что многим институциональным инвесторам по закону разрешается приобретать только облигации, зарегистрированные на биржах. Главными покупателями практически на всех рынках долговых обязательств являются институциональные инвесторы – инвестиционные, пенсионные и иные фонды, страховые компании, трасты и пр.

Первичное размещение частных облигаций обычно производится путем синдицирования. При этом между правительством или компанией, размещающей облигации, и конечным инвестором находятся как минимум три посредника. Первый – синдикат фирм во главе с од-

ной, являющейся управляющей. Второй – банк-андеррайтер (*underwriter*), согласившийся приобрести облигации по фиксированной цене в случае, если управляющим не удастся разместить их по более высокой цене на открытом рынке. Третий – группа фирм-продавцов, ответственных за маркетинг облигаций в различных странах и регионах. Другим механизмом размещения долговых обязательств является аукцион, на котором на принципах голландского аукциона правительство или фирма, размещающая облигации, объявляет свои условия, а другие фирмы и банки, заинтересованные в их приобретении, представляют свои заявки.

Аукцион позволяет устранить издержки, связанные с наймом посредников, но сужает рыночные возможности. Примерно 65% еврооблигаций выпускаются в Лондоне. Они могут быть в любой валюте, но подавляющее большинство – в долларах, евро, иенах и швейцарских франках. Наблюдение и регулирование рынка еврооблигаций осуществляется Ассоциацией международного рынка ценных бумаг (*Internattional Securuties Market Association – ISMA*). В США и Канаде практически все облигации получают рейтинг, который определяется частными рейтинговыми агентствами, такими как *Moody's Investor Service* и *Standard and Poor's* – аналитическими компаниями, исследующими финансовые рынки. Эти же компании выставляют рейтинг облигаций неамериканских фирм. В *Standard and Poor's* самый высокий рейтинг равняется AAA. Другими рейтингами инвестиционного уровня являются AA, A и BBB. Для более точного различия между качеством отдельных облигаций используются знаки плюс (+) и минус (–). Если облигации получают рейтинг ниже BBB, такой как BB, B, C или D, они считаются высокоспекулятивными облигациями, которые иногда называют бросовыми облигациями (*junk bonds*). Их зачастую законодательно запрещено держать в портфелях институциональных инвесторов. Примерно 90% облигаций, размещаемых на рынке, получают рейтинг AA и выше. Рейтинг выставляется и государствам, он может быть инвестиционным (*investment grade*) и ниже инвестиционного (*below investment grade*).

Рынок титулов собственности

Акции, наряду с паями и американскими депозитарными распискам (*ADR*), представляют собой один из наиболее распространенных видов ценных бумаг, подтверждающих участие инвестора в капитале предприятий. Тем, что акции являются титулом собственности, они принципиально отличаются от облигаций и других ценных бумаг, которые являются лишь подтверждением дачи или получения кредита.

@ *Международный рынок титулов собственности (international equity market)* – рынок акций и других титулов собственности, которые являются предметом купли-продажи между резидентами и нерезидентами.

Поскольку титулы собственности размещаются как внутри стран, так и за их пределами и обобщенной статистики не существует, определить точные объемы их рынка весьма сложно. В общем объеме международного размещения титулов собственности 75% приходится на развитые страны и 25% – на развивающиеся, при этом доля развитых стран постоянно и весьма существенно растет, а развивающихся – сокращается. Однако в целом, несмотря на незначительный рост в последние годы, на акции приходится не более 6% финансирования, получаемого всеми странами мира с мирового финансового рынка. В числе развитых стран лидирующую роль играют США, Германия, Франция, Италия и Великобритания; среди развивающихся – Гонконг, Индоне-

зия, Корея, Малайзия, Венгрия и Россия. Традиционно большая часть международного размещения титулов собственности связана с программами приватизации, осуществляемыми отдельными странами.

Основные титулы собственности, которые обращаются на мировом рынке, следующие:

- *Акции (equities, stocks, shares)* – ценные бумаги, подтверждающие право их владельца на долю в капитале компании и дающие ему право голосовать на ежегодных собраниях акционеров, избирать директоров и получать в виде дивидендов долю от прибыли компании.
- *Паи (share, stock, equity participation)* в паевых инвестиционных фондах ПИФ (*mutual fund*) – долевое участие в профессионально управляемой коллективной инвестиционной схеме, в которой объединенные средства нескольких инвесторов вкладываются в акции, облигации, товары. Паевой инвестиционный фонд формируется из денег инвесторов (пайщиков), каждому из которых принадлежит определенное количество паев.
- *Депозитарные расписки (depositary receipts)* – ценные бумаги, выпускаемые национальными банками и подтверждающие его владение акциями иностранных компаний. Получили наибольшее распространение в США в форме американских депозитарных расписок (*ADR*) и в других странах мира – в форме глобальных депозитарных расписок (*GDR*), каждая из которых может быть приравнена к нескольким иностранным акциям и продаваться на фондовом рынке как самостоятельный титул собственности.

В большинстве развитых стран внутренние рынки акций абсолютно доминируют над внешними: ежегодно на внутреннем рынке среди национальных инвесторов размещается в 3–5 раз больше акций по объему, чем на внешнем рынке. Этому способствует и национальное регулирование, которое обычно значительно благоприятнее для национальных, чем для иностранных инвесторов. Международный рынок титулов собственности сильно сегментирован и, по сути, не может считаться глобальным: на национальных рынках торгуют преимущественно местными акциями, тогда как число иностранных акций весьма ограниченно. Это связано как с национальным законодательством отдельных стран, запрещающим регистрировать акции иностранных компаний на бирже и иностранным инвесторам покупать акции местных фирм, так и с консерватизмом инвесторов, предпочитающих вкладывать деньги в свои национальные фирмы. Международный рынок титулов собственности является одним и далеко не самым крупным из финансовых рынков.

Международный рынок титулов собственности делится на зрелые рынки и развивающиеся рынки.

@ *Зрелые рынки (mature markets)* – рынки акций США, Японии и стран ЕС, характеризующиеся высокой удельной долей организованной торговли через биржи, высоким уровнем рыночной капитализации и отработанной системой расчетов и организационного и правового обеспечения торговли акциями.

Рынок США – наиболее крупный, темпы его роста продолжают опережать темпы роста всех других рынков. Индекс *Dow Jones Industrial Average* – масштабированное среднее цены акций 30 ведущих корпораций показывает основную динамику американского рынка акций. Динамика японского рынка акций описывается индексом *Nikkei* 225, который вычисляется как простая средняя арифметическая цен акций 225 наиболее активно торгуемых компаний на Токийской

фондовой бирже. В рамках стран ЕС Лондон является крупнейшим центром торговли титулами собственности, он значительно превосходит Франкфурт и Париж по объемам торговли, рыночной капитализации и количеству зарегистрированных компаний. Популярным способом мобилизации свободных сбережений для инвестирования в предприятия, работающие на зрелых рынках, продолжают оставаться акционерные совместные фонды. Средний размер американских совместных фондов значительно больше, чем европейских и японских.

@ *Формирующиеся рынки (emerging markets)* – рынки акций развивающихся стран и стран с переходной экономикой, характеризующиеся высокими темпами роста, повышенным риском, низким уровнем рыночной капитализации и формирующимся механизмом правового регулирования.

Основную роль на растущих рынках играют институциональные инвесторы, на которых приходится до 90% портфельных инвестиций на этих рынках. В соответствии с современной теорией управления международным портфелем ценных бумаг в оптимальном портфеле инвестора отдельные страны должны занимать такую же долю, какую занимает рыночная капитализация этой страны – сумма рыночной стоимости всех выпущенных ее фирмами акций – в мировой капитализации. Доля растущих рынков в портфелях институциональных инвесторов пока в 3–5 раз ниже, чем она должна была бы быть в соответствии с теорией.

Рынок финансовых деривативов

В наше время возникла целая группа новых финансовых инструментов, одна из задач которых заключается в передаче или нейтрализации рисков. Возникшие финансовые инновации, получившие название деривативов, оказались настолько необычными, что не вместились в традиционную балансовую систему банковского учета и учитывались каждым банком по своим внутренним правилам за пределами стандартного баланса.

@ *Финансовые деривативы (financial derivatives)* – инструменты торговли финансовым риском, цены которых привязаны к другому финансовому или реальному активу.

В соответствии с классификацией Банка международных расчетов, существуют несколько активов, к каждому из которых или какому-либо их сочетанию может быть привязан деривативв[1]:

- *Контракты, привязанные к процентной ставке (interest rate contracts)*: цена деривативa может быть привязана к процентной ставке, будь то фиксированная, плавающая или какая-то их комбинация. В числе используемых инструментов – прямые форварды, свопы с иностранной валютой, опционы и другие инструменты. На эту категорию деривативов приходится более 70% международного рынка деривативов. Они используются главным образом для страхования от возможных потерь, связанных с изменением рыночной процентной ставки по сравнению со ставкой, по которой сделаны основные вложения.

- *Контракты, привязанные к валютному курсу (foreign exchange contracts):* цена деривативa может быть привязана к курсу одной или нескольких валют. В числе инструментов – форварды, свопы и опционы. Они используются в основном для страхования от возможных потерь, связанных с обесценением курса валюты, в котором сделана основная инвестиция.

[1] См. последнее издание Triennial and semiannual surveys – Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets на сайте www.bis.org.

• *Свопы кредитного дефолта (credit default swaps, CDS*): контракт, по которому продавец свопа обязуется заплатить покупателю определенную в контракте сумму в случае ухудшения кредитоспособности заемщика. Такие контракты могут заключаться на один кредитный инструмент (*single-name CDS*) или несколько кредитных инструментов, например инвестиционный портфель или корзину ценных бумаг, или на финансовые продукты, привязанные к некоторому индексу (*multi-name CDS*).

• *Контракты, привязанные к акциям (equity-linked contracts*): цена деривативa устанавливается в зависимости от цены определенной акции или индекса цен на группу акций; в качестве инструментов обычно используются форварды, свопы и опционы.

• *Контракты, привязанные к товарам (commodity contracts)*: цена деривативa может быть привязана к цене определенного товара или движению индекса цен на группу товаров; чаще всего это цена золота.

Характерная черта деривативов заключается в том, что при их продаже или покупке стороны обмениваются не столько активами, сколько рисками, вытекающими из этих активов. Их цена определяется движением цен на товары или финансовые инструменты, индексами цен или различиями между двумя ценами. Контракты на деривативы закрываются путем расчета наличными и не требуют смены владельца или поставки обозначенного в них товара. Целями финансового деривативa могут быть фиксация будущей цены на какой-либо актив уже сегодня с помощью форвардов, обмен потоками наличности или обмен активами с помощью свопов и приобретение права, но не обязательства на совершение сделки с помощью опционов.

По способу финансовой организации в международной торговле деривативами существует два основных типа контрактов – контракты типа форвардов и контракты типа опционов.

@ *Форвард (forward)* – соглашение об отсроченной поставке финансового инструмента или товара, по которому покупатель соглашается приобрести, а продавец продать в определенный срок в будущем установленный финансовый инструмент или товар по указанной в контракте цене.

Форвардные контракты обычно нестандартизированы и не продаются на фондовых биржах. К этому типу контрактов относятся фьючерсы – те же форварды, но торгуемые в стандартизированном виде на биржах, а также свопы. Наиболее распространены фьючерсы и свопы на валюту и процентную ставку. Стоимость форвардов на первичном рынке равна разности текущей стоимости актива и его ожидаемой стоимости в будущем, исходя из концепции чистой текущей стоимости финансового инструмента.

@ *Чистая текущая стоимость (net present value, NPV)* – разность текущей стоимости будущих поступлений и текущей стоимости будущих платежей, связанных с определенным финансовым инструментом, показывающая стоимость будущих чистых поступлений по их сегодняшней стоимости.

Для ее расчета сначала рассчитывается приведенная стоимость финансового инструмента:

$$PV = \frac{FA}{(1+r)^n},$$

где PV (*present value*) – приведенная (текущая) стоимость, сумма дисконтированных значений потока платежей, приведенных к сегодняшнему дню;
FA (*future amount*) – сумма, которую надо будет заплатить или можно будет получить в будущем;
r – ставка дисконтирования, выраженная в десятичных единицах;
n – число периодов платежа.

Затем на основе расчета текущей стоимости будущих поступлений и платежей определяется чистая текущая стоимость поступлений:

$$NPV = \sum PV_r - \sum PV_p,$$

где NPV – чистая текущая стоимость;

$\sum PV_r$ – сумма текущей стоимости будущих поступлений;

$\sum PV_p$ – сумма текущей стоимости будущих платежей.

Если NPV контракта типа форварда положительна, т.е. текущая стоимость будущих поступлений больше, чем текущая стоимость будущих платежей, то такой контракт считается финансовым активом. Если NPV контракта типа форварда отрицательна, т.е. текущая стоимость будущих поступлений меньше, чем текущая стоимость будущих платежей, то такой контракт считается финансовым пассивом. При продаже NPV такого контракта равна нулю.

@ *Своп (swaps)* – контракты, в рамках которых стороны договариваются обменяться потоками платежей на основе некоторой номинальной суммы в течение определенного периода.

Различают следующие основные разновидности свопов:

- *Товарные свопы (commodity swaps)* – обмен двумя платежами за один товар, один из которых представляет его оплату по текущей цене спот, а второй – согласованную цену на этот товар в будущем.
- *Валютные свопы (currency swaps)* – обмен определенным количеством двух валют с одинаковой чистой текущей стоимостью с последующим обратным обменом ими по согласованному курсу.
- *Свопы на акции (equity swaps)* – обмен потенциальной прибыли от инвестиций в акции на потенциальную прибыль от инвестиций в другие акции или в неакционерные активы, такие как процентная ставка по депозитам или ценным бумагам.
- *Процентные свопы (interest rate swaps)* – обмен поступлениями процентов по номинальной инвестиции в одной валюте с процентной ставкой, рассчитанной по разным правилам. Процентные свопы существуют в трех основных формах: купонный своп (*coupon swap*) – обмен поступлений от фиксированной процентной ставки на поступления от плавающей процентной ставки; базисный своп (*basis swap*) – обмен одного плавающего индекса процентной ставки на другой плавающий индекс по активам в одной и той же валюте; межвалютный своп (*crosscurrency swap*) – обмен фиксированной процентной ставки по активам в одной валюте на плавающую процентную ставку по активам в другой валюте.

@ *Опцион (option)* – контракт, дающий покупателю или продавцу за определенную плату право купить или продать реальный или финансовый актив в период до определенной даты по фиксированной цене.

Опцион предусматривает одностороннюю передачу финансового риска от покупателя опциона к продавцу, за что покупатель платит продавцу некоторую премию, являющуюся стоимостью опциона. Наиболее распространены контракты типа опционов на валюту, акции, товары, фьючерсы, свопы и т.д.

К основным типам опционов относятся следующие:

- *Товарный опцион (commodity option)* – контракт, дающий покупателю право, но не налагающий на него обязательство купить или продать определенное количество товара по согласованной цене до наступления определенной даты.
- *Опцион на акции (equity option)* – контракт, дающий покупателю право, но не налагающий на него обязательство купить или продать определенное количество индивидуальных акций, корзину акций или индекс акций по согласован-

ной цене до наступления определенной даты.

• *Валютный опцион (currency option)* – контракт, дающий покупателю право, но не налагающий на него обязательство купить или продать определенное количество валюты или индекс валют по согласованной цене до наступления определенной даты.

• *Процентный опцион (interest rate option)* – контракт на поставку или получение определенного процентного дохода на обусловленную сумму в будущем на условиях опциона.

По механизму исполнения опционы делятся на:

• *Опционы американского типа (American-style option)* – опцион, который может быть исполнен в любой день до истечения его срока или непосредственно в день истечения.

• *Опционы европейского типа (European-style option)* – опцион, который может быть исполнен только в день истечения его срока.

Начальная стоимость опциона на первичном рынке равна премии, которую необходимо заплатить за его приобретение. В дальнейшем на вторичном рынке цена опциона зависит от четырех факторов:

• Разницы между ценой на товар, определенной в опционе (*А*), и ценой этого товара на свободном рынке (*Б*). При опционах на покупку (*call option*), если $А > Б$, опцион называется убыточным (*out-of-the-money*), поскольку покупка товара на основе опциона обойдется держателю опциона дороже, чем его покупка просто на рынке. Если $А < Б$, опцион называется прибыльным (*in-the-money*), поскольку покупка товара на основе опциона будет стоить его держателю дешевле, чем его приобретение на рынке. При опционах на продажу (*put option*) ситуация зеркально противоположна.

• Изменчивости цены на финансовый или реальный актив, лежащий в основе опциона. Чем сильнее колебания цен на актив за время действия опциона, тем выше стоимость опциона, т.е. тем большую премию надо будет платить за его приобретение.

• Времени, оставшегося до истечения срока опциона. Чем меньше времени осталось до истечения срока опциона, тем меньше он стоит.

• Текущей процентной ставки. Чем выше процентная ставка, тем ниже стоимость опциона. Тем самым, если опцион на покупку при ситуации, когда $А > Б$, не будет исполнен покупателем, он просто купит тот же товар по более дешевой цене на свободном рынке. Стоимостью подобной страховки от изменения цен является премия, которую он уплатил продавцу опциона при его покупке. Если $А < Б$, то покупатель исполнит опцион и приобретет актив по заранее оговоренной цене у продавца опциона, который при этом понесет убытки. Как видно в ситуации, когда $А < Б$, прибыль покупателя, так же как и убыток продавца, основанный на ножницах цен, ничем не ограничена.

В большинстве случаев цену опциона определяют на основе формулы Блэка–Шоулса (*Black–Scholes formula*), которая учитывает все эти четыре фактора. Расчеты по опционам обычно происходят наличными, однако в случае опционов на акции и облигации (варранты) расчеты могут происходить путем поставок соответствующих финансовых активов.

С точки зрения организации международной торговли деривативами они делятся на деривативы, продаваемые на биржах (*exchange-traded derivatives*), и деривативы, продаваемые вне бирж (*over-the-counter*). Характерные черты мирового рынка финансовых деривативов состоят в следующем:

• удельный вес деривативов, торгуемых на биржах, постепенно сокращается

на фоне соответствующего роста объемов торговли деривативами вне бирж;

- по объему торговли валютные и процентные деривативы абсолютно доминируют над товарными деривативами на акции;
- более половины торговли деривативами является международной, и ее доля растет по сравнению с торговлей деривативами внутри отдельных стран;
- американский доллар выступает основной валютой, в которой выражены финансовые деривативы, он превосходит по валовой стоимости деривативы, деноминированные в евро, более чем в два раза и по ценам – в четыре раза.

Оборот биржевой торговли деривативами составляет триллионы долларов в день. Ее подавляющая часть была связана с торговлей процентными деривативами. В отличие от внебиржевой торговли, биржевая торговля деривативами сконцентрирована в нескольких ведущих странах – Великобритании, США, ФРГ. В отличие от внебиржевого рынка, биржевой рынок деривативов обеспечивает большую транспарентность и стандартизированность торговли, более высокую отлаженность расчетных механизмов и снижение тем самым степени финансовых рисков, развитую систему электронной связи между биржами, позволяющую зачастую осуществлять сделки даже в то время, когда биржа закрыта, и в целом совершенную правовую систему регулирования.

Внебиржевой рынок называется термином *over-the-counter*, для чего нет подходящего русского эквивалента, и включает торговлю между банками, дилерами, брокерами, инвестиционными и иными компаниями, частными лицами и пр. На него приходится основная доля торговли финансовыми деривативами на мировом рынке. Обобщение информации по внебиржевому рынку производится ЦБ в рамках периодически производимых обзоров этого рынка. Поскольку большая часть торговли деривативами выведена банками за пределы своих балансов, это так называемые забалансовые статьи, статистика данного сегмента рынка остается неполной. Так же как и на биржевом рынке, подавляющая доля заключаемых деривативных контрактов во внебиржевом обороте приходится на валютные и процентные деривативы, тогда как роль деривативов на акции и товарных деривативов незначительна. Однако, в отличие от биржевого рынка, валютные деривативы во внебиржевой торговле играют более существенную роль. Более половины сделок с валютными деривативами совершается между партнерами, находящимися в разных странах.

На внебиржевом рынке полностью доминируют деривативные контракты форвардного типа. Именно он является основной площадкой международной торговли процентными и валютными свопами и другими основанными на свопах деривативами.

В числе прочих деривативов кроме валютных свопов, которые продаются на внебиржевом рынке, можно отметить непосредственные процентные форварды и процентные опционы. Основным мировым центром внебиржевой торговли финансовыми деривативами является Лондон, который по объемам торговли значительно опережает находящиеся на втором месте города США (Нью-Йорк, Чикаго, Филадельфию и др.). Далее следуют Токио, Сингапур, Гонконг.

Преимущества внебиржевого рынка по сравнению с биржевым заключаются в большей гибкости контрактной системы, быстром внедрении финансовых инноваций, отлаженной системе двусторонних банковских расчетов, которая основывается на традиционных межбанковских сделках, национальных механизмах банковского регулирования и контроля, которые применяются к участвующим в торговле деривативами банкам. В конце XX в.

объемы внебиржевого рынка деривативов еще более увеличились благодаря системе взаимных зачетов требований и залогов, что привело к сокращению кредитных рисков.

Макроэкономическое значение международного рынка финансовых деривативов заключается в том, что он выступает рыночным механизмом регулирования финансовых дисбалансов. Он основан в большей степени на объективных закономерностях соотношения спроса и предложения на валюту, кредит, акции и товары, чем на межгосударственном административном регулировании. Рынок финансовых деривативов предоставляет также хорошие рыночные возможности страхования от валютных процентных и иных финансовых рисков, что стабилизирует международную торговлю товарами, услугами и финансовыми инструментами в частности и международную экономику в целом. Регулирование рынка деривативов осуществляется преимущественно на национальном уровне и направлено не столько на ограничение торговли финансово рискованными инструментами, сколько на укрепление механизмов внутрикорпорационного управления рисками, транспарентности и рыночной инфраструктуры. Модель управления рыночными рисками, связанными с деривативами, включена составной частью в рекомендации Базельского комитета по банковскому надзору, который разработал минимальные информационные стандарты публикации данных о торговле деривативами. В целях укрепления рыночной инфраструктуры рынков деривативов центральные банки и крупнейшие биржи рассматривают возможности создания многостороннего механизма информации о тех коммерческих банках, дилерах, брокерах и других операторах, вовлеченность которых в деривативные рынки слишком высока и представляет потенциальную угрозу неплатежеспособности или банкротства.

РЕЗЮМЕ

1. Международный валютный ранок представляет собой совокупность операций по обмену валют, предоставлению валютных кредитов и принятию валютных депозитов, осуществляемых между резидентами и нерезидентами. Основные традиционные инструменты, которые используются участниками валютного рынка, – сделки спот, прямые форварды, свопы с иностранной валютой, валютные свопы и валютные опционы. Кроме того на этом рынке происходит торговля валютными деривативами, к которым относятся соглашения о форвардном курсе, процентные свопы и процентные опционы. Основной смысл коммерческой торговли валютой на мировом рынке заключается в валютном арбитраже – стремлении участников получить прибыль на различиях в валютных курсах в географически разных валютных центрах.

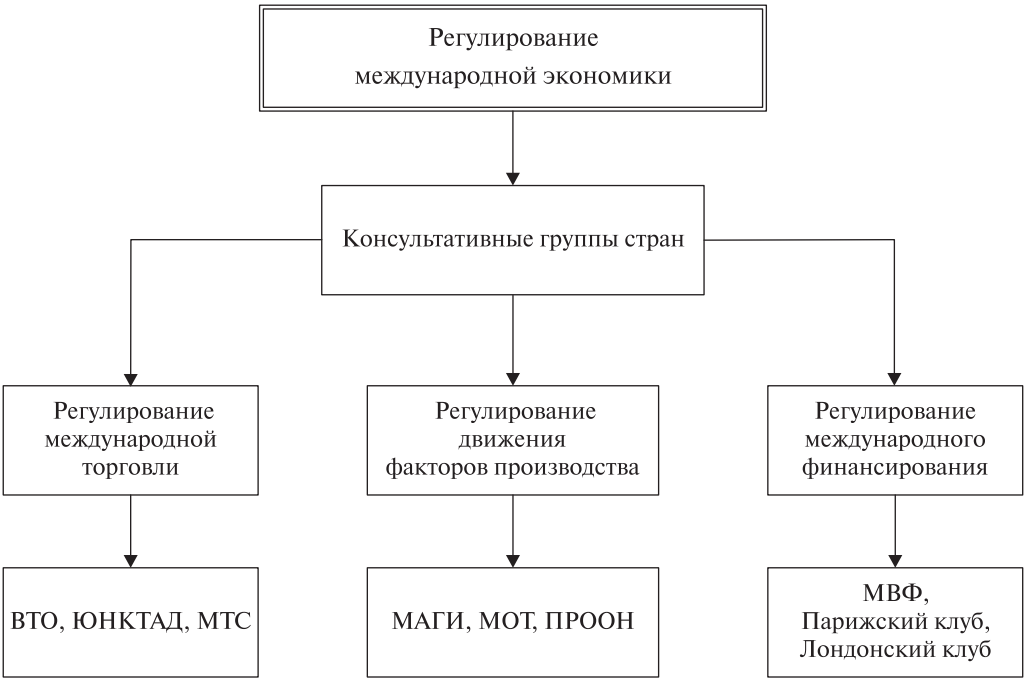
2. Международный рынок долговых обязательств – это совокупность операций по предоставлению и получению международных кредитов и купле-продаже титулов долга. Существуют три основных рынка долговых обязательств: банковский рынок, включающий прямые межбанковские займы банков-резидентов банкам-нерезидентам; рынок долговых ценных бумаг, охватывающий международные займы с использованием инструментов денежного рынка, нот и облигаций; международный рынок торговли деривативами на неорганизованных рынках, включающий международную торговлю производными от титулов

долга финансовыми инструментами за пределами бирж.

3. Международный рынок титулов собственности представляет собой рынок акций, паев, депозитарных расписок и других титулов собственности, которые являются предметом купли-продажи между резидентами и нерезидентами. На международном рынке титулов собственности обращаются акции – ценные бумаги, подтверждающие право их владельца на долю в капитале; паи – документ о долевом участии в профессионально управляемой коллективной инвестиционной схеме; депозитарные расписки – ценные бумаги, выпускаемые национальными банками и подтверждающие владение акциями иностранных компаний.

4. Международный рынок финансовых деривативов представляет собой сферу торговли между резидентами и нерезидентами инструментами передачи финансовых рисков, цены которых привязаны к другому финансовому или реальному активу. Деривативы может быть привязан к процентной ставке, валютному курсу, случаю кредитного дефолта, цене акций или товаров. По механизму реализации различают форвардные контракты, свопы и опционы.

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Базельский комитет по банковскому надзору
Всемирная торговая организация
Индикаторы
Квота
Конференция ООН по торговле и развитию
Концессионное финансирование
Критерии реализации
Лондонский клуб
Международная организация по интеллектуальной собственности
Международная организация труда
Международный центр по урегулированию инвестиционных споров
Многостороннее агентство по гарантии инвестиций
Многосторонний надзор
Мониторинг
Надзор
Национальный режим
Обусловленность финансирования
Парижский клуб
Предварительные меры
Проверка
Регулирование
Режим наибольшего благоприятствования
Специальные права заимствования
Техническая помощь
Углубленный надзор
Финансовая помощь

4. Регулирование международной экономики

Механизмы многостороннего регулирования

В мире насчитывается более 100 международных организаций, в большей или меньшей степени вовлеченных в обсуждение и регулирование экономических проблем. Они различны по составу, размерам, функциям и влиянию на международную экономику. Международные организации можно классифицировать в соответствии с разными критериями, но ни один из них не является идеальным.

В конце XX в. проявилась тенденция к сосредоточению ключевых функций по регулированию и мониторингу важнейших процессов международной экономики в рамках небольшого количества организаций. Ключевыми и наиболее универсальными из них являются организации, которые практически одновременно возникли в конце 1940-х гг. и сегодня выступают в качестве важнейших форумов согласования экономической политики между странами.

Функции международных организаций определяются теми задачами, которые на них возложены международным сообществом. Практически все основные формы международных экономических отношений в различной степени регулируются международными организациями, задачи которых в той или иной конкретной сфере нередко пересекаются или дополняют друг друга. В силу большого разнообразия международных организаций их классификация может быть осуществлена по одному ключевому признаку, отличающему одну группу организаций от другой, и поэтому не может не быть несколько эклектичной. Среди международных организаций, отвечающих за наблюдение и регулирование тех или иных сфер международной экономики, можно выделить следующие основные функциональные группы:

- *Консультативные группы стран* – относительно постоянные механизмы согласования экономической политики стран, не оформленные обычно в постоянную международную организацию, но нередко имеющие свой секретариат, предоставляемый в их распоряжение страной-членом или какой-либо постоянно действующей международной организацией.

Состав и функции консультативных групп эволюционируют со временем. В разные годы на авансцену выходили, например, группы 7, 8, 10, 20, 24, 77 и другие (*пример 4.1*).

- *Универсальные международные организации* – включают подавляющее большинство стран мира, собирают информацию и регулируют конкретные формы международных экономических отношений. В их числе МВФ, Мировой банк, ООН, ВТО, МОТ, объединяющие большинство стран мира, и Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), в которую входят преимущественно развитые страны.

- *Отраслевые международные организации* – регулируют определенные отрасли производства товаров или услуг и торговли ими на международной арене. Наиболее значимой из них является Организация стран – экспортеров нефти (ОПЕК), являющаяся форумом основных нефтеэкспортирующих государств, главная задача которого состоит в установлении и контроле за соблюдением квот на производство нефти, что считается механизмом поддержания мировых цен на нефть. В числе других организаций этой группы выделяются международные организации по какао, кофе, джуту, натуральному каучуку, сахару и др. Их главная задача –

Пример 4.1

Консультативные группы стран

• *Группа семи (Group of 7, G7)* – группа ведущих промышленных стран, президенты или премьер-министры которых проводят с 1975 г. ежегодные совещания, на которых согласовываются основные направления макроэкономической политики в вопросах стимулирования экономического роста, бюджетных дефицитов, инфляции, валютных курсов, занятости, отношений с развивающимися странами и странами с переходной экономикой. Несмотря на то, что Россия присоединилась к группе семи, развитые страны с рыночной экономикой, тем не менее, проводят заседания без участия России. В группу семи входят США, Япония, Германия, Великобритания, Франция, Италия и Канада. На ее заседания обычно приглашается управляющий директор МВФ и президент Мирового банка.

• *Группа восьми (Group of 8, G8)* – расширенная за счет присоединения России к Группе семи.

• *Группа десяти* (*Group of 10*) – объединяет 11 стран (Бельгия, Нидерланды, Канада, Швеция, Франция, Щвейцария, Германия, Великобритания, Италия, США, Япония), согласившихся в 1962 г. предоставить кредитную линию МВФ в рамках Общего соглашения о займах. Эти ресурсы могут использоваться в случае, если собственных ресурсов МВФ окажется недостаточно для предотвращения финансового кризиса в стране-члене.

• *Группа 20 (Group of 20, G20)* – 20 министров финансов и управляющих центральными банками ведущих стран мира. Группа была создана в 1999 г. в ответ на Азиатский кризис, когда стало ясно, что существующих механизмов координации действий ведущих промышленно развитых стран недостаточно для быстрого разрешения кризисов и что страны с формирующейся рыночной экономикой должны быть вовлечены в решение мировых проблем. В группе участвуют представители следующих стран: Аргентина, Австралия, Бразилия, Канада, Китай, Франция, Германия, Индия, Индонезия, Италия, Япония, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Южная Африка, Республика Корея, Турция, Великобритания, США. Европейский Союз является 20-м членом G-20. Управляющий директор Международного валютного фонда (МВФ) и президент Всемирного банка, а также председатели Международного валютно-финансового комитета и Комитета по развитию МВФ и Всемирного банка также участвуют в G-20. Страны-члены производят около 90% мирового ВВП, осуществляют 80% мировой торговли и представляют две трети населения мира. В рамках группы 20 были достигнуты принципиально важные соглашения о поддержке роста, сокращении злоупотреблений в финансовой системе, преодолении финансового кризиса и финансировании борьбы с терроризмом. G-20 содействовала принятию международных стандартов в таких областях, как прозрачность бюджетной политики и борьба с отмыванием денег. Действия G-20 помогли эффективно бороться с финансово-экономическими кризисами. G-20 не имеет постоянного штата сотрудников, поочередно председательствуют страны ее члены. Действующий председатель образует временный секретариат, который координирует работу группы и организует его заседания.

• *Группа 24 (Group of 24, G24)* – группа, занимающаяся вопросами международных валютных проблем и развития, собирающаяся дважды в год перед ежегодными и весенними совещаниями совета управляющих МВФ. Группа не является органом МВФ, который вносит предложения по решению структурных и макроэкономических проблем развивающихся стран на рассмотрение совета управляющих.

• *Группа 77 (Group of 77, G77)* – коалиция более 130 развивающихся стран, созданная на заседании ЮНКТАД в 1964 г. с целью координации их усилий по ключевым проблемам международной экономики.

Интернет: www.imf.org/external/np/exr/facts/groups.htm; www.G20.org.

обеспечить стабильность мировых цен на соответствующие товары, служить форумом для обсуждения проблем, возникающих на товарных рынках, между их производителями и импортерами, собирать и анализировать статистические данные о мировом рынке соответствующего товара.

- *Региональные международные организации* – многочисленные объединения небольших групп стран, не перешедшие в интеграционную форму и служащие для них форумом для обсуждения региональных проблем, представляющих взаимный интерес, согласования региональной политики в вопросах производства и внешней торговли, сбора и обобщения информации о данном регионе. Примерами региональных международных организаций являются Балтийский совет, Латиноамериканская энергетическая организация и пр. В числе региональных международных организаций выделяется подгруппа региональных комиссий ООН – для Латинской Америки, Африки, Европы и т.д.

- *Банковские международные организации* – включают такие организации, как Банк международных расчетов, Скандинавский инвестиционный банк, Латиноамериканский экспортный банк, а также международные банки развития – Европейский банк реконструкции и развития, Африканский банк развития, Западно-Африканский банк развития, Межамериканский банк развития, Скандинавский банк развития, Исламский банк развития, Банк развития стран Карибского бассейна и пр. Банки развития носят региональный характер, и их деятельность направлена на совместное с другими банками финансирование проектов в странах-членах. Банки развития предоставляют финансирование на условиях более льготных, чем рыночные, и многие кредиты не возвращаются в срок или не возвращаются вообще. В результате некоторые банки развития, особенно объединяющие развивающиеся страны, находятся в сложной финансовой ситуации.

Функции, выполняемые международными организациями, весьма многочисленны и зависят от того, какие задачи возлагают на них участвующие страны. С точки зрения международной экономики наиболее важными являются следующие основные функции:

- *Содействие (facilitation)* – организация международных конференций, сбор и анализ статистических и фактических материалов, публикация и распространение статистики и исследований, предоставление платформы (помещений и секретариата) для проведения многосторонних и двусторонних переговоров. Страны предоставляют в международные организации, занимающиеся содействием, только те данные, которые правительство считает нужным предоставить. Функции содействия выполняют, например, секретариаты Парижского клуба или Совета сотрудничества стран Персидского залива.
- *Мониторинг (monitoring)* – содействие с возможностью формулирования и обнародования официальной точки зрения организации на те или иные проблемы, что является способом создания общественного мнения и оказания тем самым воздействия на экономическую политику страны. Наблюдение осуществляется в основном с помощью анализа вторичных источников, на основе которых секретариат готовит доклады, и приобретает форму обмена политическими декларациями во время сессий. Наиболее типичный пример организации, выполняющей функцию мониторинга, – ООН, которая с помощью резолюций Генеральной Ассамблеи побуждает страны

к проведению определенной экономической политики. Однако никакими реальными рычагами влияния на экономическую политику стран, кроме силы убеждения и давления со стороны других членов (*peer pressure*), ООН не обладает.

- *Надзор (surveillance)* – более жесткая форма мониторинга, связанная с обязательством стран сообщать на регулярной основе и по установленной форме данные о своем экономическом положении и выслушивать рекомендации по существу текущей экономической политики. Правительства, подписавшие устав международных организаций, осуществляющих надзор, обязаны с определенной частотой принимать у себя миссии экспертов из этих организаций и предоставлять им помимо текущих публикаций также и первичную информацию, отвечать на их вопросы и быть максимально откровенными. Содержание дискуссий по желанию правительства может оставаться конфиденциальным и не обнародоваться международной организацией, с которой велись дискуссии. Типичный пример – МВФ, главная функция которого заключается именно в жестком надзоре за экономической политикой стран-членов с целью предоставления им опирающихся на мировой опыт рекомендаций для предупреждения потенциально возможных макроэкономических дисбалансов и наиболее эффективного решения существующих проблем. Практически, однако, страны-члены могут игнорировать такие рекомендации.
- *Регулирование (regulation)* – побуждение стран к выполнению рекомендаций международного сообщества через принятие соответствующих международных норм и формирование механизмов принуждения к их исполнению. Регулирование в международной экономике основано на добровольном принятии странами решения о создании определенного международного механизма решения тех или иных проблем, достижении договоренности о принципах его функционирования и включении норм, согласованных на международном уровне, в национальное законодательство. Страны осуществляют совместный контроль над исполнением согласованных норм и наказывают те страны, которые не следуют принципам, под которыми они сами же подписались. Примером является ВТО, в рамках которой устанавливаются правила международной торговли, а также действует суд, по решению которого страны могут принимать жесткие антидемпинговые и иные меры против нарушителей согласованных правил.

Содействие – наблюдение – надзор – регулирование в целом исчерпывают весь спектр ключевых функций, которые могут возложить на себя международные организации. По сути все эти функции многостороннего межгосударственного регулирования основаны лишь на доброй воле участвующих стран. Если правительство той или иной страны не видит выгод от членства в международной организации, никто не может заставить принять его. Так же как, даже будучи членом организации, независимое государство может проигнорировать рекомендации или иные касающиеся его решения. К некоторым органам ЕС после перехода стран ЕС к единой валюте и начала работы общего для ряда стран Европейского центрального банка перешли надгосударственные функции, приближающие международную организацию к роли мирового или хотя бы регионального прави-

тельства. Тем самым надгосударственность, приводящая к управлению экономическими процессами в нескольких странах из единого центра, может развиваться только в рамках высокоразвитого интеграционного объединения стран. Частично функцию надгосударственного регулирования в странах, которые используют его кредиты, выполняет МВФ. Ведь условием их предоставления является проведение правительством согласованной с МВФ программы экономических реформ.

Регулирование международной торговли

Наиболее важная сфера международной экономики – международная торговля товарами и услугами – регулируется несколькими международными организациями, в числе которых главной является Всемирная торговая организация.

Мировая торговля товарами была предметом регулирования со стороны мирового сообщества с первых послевоенных лет, когда вступило в силу Генеральное соглашение по тарифам и торговле (ГАТТ). Международная торговая организация (МТО) задумывалась как третья, наряду с МВФ и Мировым банком, организация, которая приняла бы на себя функции регулирования международного экономического сотрудничества. Устав торговой организации еще разрабатывался, но некоторые страны уже согласовали и подписали ГАТТ как временное соглашение, полагая, что за этим последует создание МТО. Однако история распорядилась иначе: несмотря на то что устав МТО был согласован, парламенты некоторых стран, прежде всего США, отказались его ратифицировать. В результате ГАТТ (число стран, его подписавших, постоянно расширялось) с 1948 по 1995 г. оставалось единственным международно-правовым соглашением, регулирующим мировую торговлю. ГАТТ являлось главным форумом переговоров о снижении таможенных тарифов и несколько позже – о сокращении нетарифных ограничений.

@ *Всемирная торговая организация (World Trade Organization)* – механизм многостороннего согласования и регулирования политики стран-членов в области торговли товарами и услугами, урегулирования торговых споров и разработки стандартной внешнеторговой документации.

Переговоры в ГАТТ осуществлялись в рамках раундов торговых переговоров, один из которых – Уругвайский – увенчался созданием ВТО в 1995 г. ВТО была образована на основе соглашения, подписанного в апреле 1994 г. в г. Марракеш (Марокко) в результате окончания Уругвайского раунда многосторонних торговых переговоров. Соглашение о создании ВТО содержит 29 правовых документов и 25 министерских деклараций, определяющих права и обязанности стран в рамках многосторонней торговой системы. ГАТТ, подписанное в 1947 г. с последующими изменениями и дополнениями, известное сейчас как «ГАТТ 1994», входит в число правовых документов, лежащих в основе ВТО. Большинство в $^3/_4$ голосов требуется для одобрения толкования того или иного многостороннего торгового соглашения или для снятия со страны-члена обязательства, налагаемого таким соглашением. Решение об изменении многостороннего соглашения требует согласия всех стран-членов, хотя такие решения обязательны только для стран, ратифицирующих их. Решение о приеме новых членов принимается министерской конференцией $^2/_3$ голосов. Решения в ВТО принимаются голосованием на основе принципа «одна страна – один голос», но, унаследовав традиции ГАТТ, ВТО принимает большинство решений на основе согласия всех – консенсусом (*пример 4.2*).

Пример 4.2

Всемирная торговая организация – ВТО
(World Trade Organization – WTO)

Дата создания: 1 января 1995 г.

Основные функции:
- надзор за исполнением многосторонних торговых соглашений;
- организация многосторонних торговых переговоров;
- содействие решению торговых споров;
- контроль за развитием международной торговли и торговой политики;
- оказание технического содействия и обучение персонала;
- сотрудничество с другими международными организациями по вопросам торговой политики.

Структура:

• *Министерская конференция (Ministerial Conference)* – высший орган ВТО, состоящий из представителей на уровне министров всех стран-членов, который собирается не реже одного раза в два года и уполномочен принимать решения по всем вопросам, касающимся выполнения многосторонних торговых соглашений.

• *Генеральный совет (General Council)* – орган, также состоящий из представителей всех стран-членов, руководящий текущей деятельностью ВТО. Генеральный совет может собираться в форме как собственно Генерального совета, так и Органа по разрешению споров (*Dispute Settlement Body*) и Органа по наблюдению за торговой политикой (*Trade Policy Review Body*).

• *Специализированные советы*: Совет по торговле товарами (*Council for Trade in Goods*), Совет по торговле услугами (*Council for Trade in Services*), Совет по связанным с торговлей аспектам интеллектуальной собственности (*Council for Trade-Related Aspects of Intellectual Property*) – рабочие органы Генерального совета, занимающиеся надзором за исполнением многосторонних торговых соглашений в соответствующих областях.

• *Секретариат (Secretariat)* – технический орган, возглавляемый генеральным директором, главная задача которого заключается в оказании содействия странам-членам по организации многосторонних торговых переговоров, предоставлении технической помощи, изучении торговой политики и предоставлении правовых консультаций при разрешении торговых споров.

Сайт: www.wto.com.

Принципиальное различие между ВТО и ГАТТ заключается в том, что ГАТТ было простым сводом правил, временным соглашением, действующим до момента создания ВТО, с небольшим секретариатом. ВТО является постоянной международной организацией, действующей на основе соглашения, ратифицированного странами-членами, и имеющей свой секретариат. ГАТТ как соглашение состояло из сторон, участвующих в нем. ВТО состоит из стран-членов. ГАТТ было посвящено практически только торговле товарами. На ВТО возложены функции регулирования торговли не только товарами, но и услугами, включая такие специфические области, как права на интеллектуальную собственность. Многие соглашения по отдельным товарам, входившие в ГАТТ, охватывали не все, а только некоторые из сторон, участвовавших в ГАТТ, и поэтому были селективными по харак-

теру своего действия. Практически все соглашения в рамках ВТО являются многосторонними и поэтому универсальными по характеру действия. Наконец, система урегулирования торговых споров, действовавшая в рамках ГАТТ, была громоздкой и неэффективной, поскольку позволяла отдельным странам блокировать принятие решений. Система урегулирования торговых споров, действующая в ВТО, более эффективна, поскольку позволяет принимать многие решения, которые не могут быть блокированы отдельными странами, на автоматической основе.

Соглашение об образовании ВТО носит чисто институциональный характер и определяет такие организационные параметры ВТО, как функции, сфера деятельности, структура, бюджет, формирование секретариата, механизм принятия решений и пр., но в качестве приложений в него включены все основные соглашения, подписанные в рамках Уругвайского раунда ГАТТ. Таких приложений – четыре, причем документы, содержащиеся в первых трех (*multilateral trade agreements*) из них, являются обязательными для исполнения всеми членами ВТО, тогда как документы, содержащиеся в четвертом приложении (*plurilateral trade agreements*), обязательны только для тех стран – членов ВТО, которые их подписали.

На основе совокупности соглашения об образовании ВТО и приложений к нему регулируется международная торговая система.

Уровень обязательств стран по ВТО зависит от типа их членства.

- *Сроки эффективного членства*. Обязательства зависят от того, является ли страна первоначальным членом ВТО, т.е. вступила ли она в эту организацию до ее создания (первоначальный член – *original members*) или была принята позже (присоединившиеся члены – *acceded members*). Страны ВТО в соответствии с правилом «единства обязательств» (*single undertaking*) приняли на себя обязательства по всем международным соглашениям Уругвайского раунда. Однако обязательства страны, вступившей 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 между существующими 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 (*least developed countries, LDCs*), поддерживаемый в ЮНКТАД. Статус страны в ВТО как развивающейся страны возникает либо в силу определения такого статуса самой страной (*self-designation*) и используется преимущественно теми странами, которые сами назвали себя развивающимися в ранние периода существования ГАТТ, либо является результатом переговоров между существующими 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. В отношении наименее развитых стран зачастую существуют некоторые изъятия, ка-

сающиеся выполнения некоторых обязательств, например возможности нераспространения на другие страны режима наибольшего благоприятствования и получения льготных кредитов со стороны международного сообщества.

- *Уровень участия в ВТО*. Особый интерес представляют переговорные предложения (*negotiating proposals*) страны, которые являются свидетельством того, какие именно правила международной торговли в той или иной ее области данная страна хотела бы видеть закрепленными в договорах ВТО. Важный источник информации о торговом режиме – нотификация торговых мер в ВТО, которые должны обновляться ежегодно или производиться после существенных изменений в торговой политике. Важным показателем степени участия в ВТО и зачастую соблюдения установленных норм является присутствие представителей страны на заседаниях органов ВТО. Примерно треть стран-членов регулярно не участвует в заседаниях рабочих органов ВТО, а многие, особенно наименее развитые страны, просто не имеют представительств в Женеве.

Хотя многосторонняя торговая система регулируется большим числом соглашений ВТО, основных принципа, 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 в торговле текстилем и одеждой (квоты отменяются к 2005 г.) при возникновении трудностей в платежном балансе (квоты могут быть использованы только в критических ситуациях).

- *Снижение и связывание тарифов (tariff reduction and binding)*. Страна должна постепенно снижать тарифы и связывать их – принимать многосторонние обязательства 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 концу его (например, сокращение с 10 до 5% со связыванием на уровне 5%); сокращение и связывание на уровне выше уровня конечного сокращения, так называемом потолочном уровне (сокращение с 10 до 5% и связывание на уровне 7%). Применяемые тарифы в сумме с другими взносами и импортными сборами, если такие 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 какой-либо другой стране, должны быть немедленно и без условий (*immediately and unconditionally*) распространены на все остальные страны. Это важнейший принцип недискриминации в торговле: если страна *A* договорилась сократить пошлину на импорт кофе из страны *B* с 15 до 10%, то страна *A* обязана немедленно и безусловно начать применять пошлину в 10% к импорту кофе из всех остальных стран. Исключения из

принципа РНБ возможны в трех случаях: для региональных торговых соглашений (снижение или ликвидация тарифов в торговле между странами – членами интеграционной группировки не требует распространения сниженных тарифов на страны, в нее не входящие); для преференциальных торговых соглашений между развитыми и развивающимися странами (например, Общей системы преференций и Соглашений 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, 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 стоимостной 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 меры, которые сделают его неконкурентоспособным по сравнению с аналогичными местными товарами.

ВТО создано с целью дальнейшей либерализации международной торговли путем проведения многосторонних переговоров по снижению таможенных тарифов и устранению других препятствий на пути международной торговли. Применение мер, ограничивающих импорт, возможно только на основе правил ВТО. Однако либерализация торговли и соблюдение правил ВТО не означают, что страна полностью лишается законной возможности защищать в случае необходимости свой внутренний рынок.

Арсенал защиты внутреннего рынка, предусмотренный правилами ВТО, весьма широк. Он включает:

- защитные меры (*safeguards*) – временное ограничение импорта определенного товара в случае, когда его масштабы наносят или угрожают нанести серьезный ущерб отечественным товаропроизводителям;
- антидемпинговые пошлины (*anti-dumping duties*) – применяемые против конкретного источника демпинга защитные пошлины;
- компенсационные пошлины (*countervailing duties*) – меры, направленные против экспорта, субсидируемого в явной или скрытой форме.

Для использования защитных мер в каждом конкретном случае сначала определяется серьезность наносимого ущерба на основе данных о масштабах роста импорта, изменения объемов национального производства, загрузки мощностей, продаж, уровня занятости и пр. Процедурные правила применения

защитных мер предусматривают публикацию извещения о начале расследования, расследование компетентными органами импортирующей страны причин и масштабов наносимого ущерба, проведение консультаций со страной-экспортером, публичные слушания, публикацию доклада, содержащего рекомендации. Защитные меры устанавливаются в отношении всех стран, экспортирующих данный товар, на срок не более четырех лет. Западные страны активно пользуются мерами защиты внутреннего рынка.

Следование правилам ВТО обеспечивает предсказуемость торговой политики, поскольку страны-члены обязаны осуществлять торговую политику в соответствии с установленными правилами и не допускать одностороннего нарушения принятых на себя обязательств. Страны, инвесторы, корпорации должны быть уверены, что тарифы, нетарифные ограничения, прочие инструменты торговой политики применяются в соответствии с определенными ВТО правилами. Главным механизмом обеспечения предсказуемости торговой политики является связывание тарифов – принимаемое страной обязательство не увеличивать ставку импортного тарифа сверх установленного предела. Страны могут изменить уровень связанного тарифа, но только после переговоров с ее торговыми партнерами и компенсации за наносимый тем самым ущерб. Предсказуемость торговой политики также означает ее максимальную транспарентность и открытость, что побуждает страны к отказу от использования каких-либо других, кроме опубликованного таможенного тарифа, методов защиты внутреннего рынка, будь то квоты, внутренние налоги или субсидии местным производителям.

ВТО содействует конкуренции, поскольку страны отказываются от использования несправедливых методов торговой политики, таких как демпинг (экспорт по ценам ниже справедливых рыночных), экспортные субсидии. Многосторонние соглашения в рамках ВТО предусматривают санкции, применяемые к экспортерам и странам, которые пользуются несправедливыми методами торговой политики. Однако само толкование понятия справедливых методов в международной торговле весьма сложно и запутанно. С целью определения проблем на пути свободной конкуренции в мировой торговле в рамках ВТО действует механизм обзора торговой политики (*Trade Policy Review Mechanism*). Это детальный коллегиальный анализ торговой политики стран-членов на базе докладов, подготовленных секретариатом ВТО, с целью определения ее соответствия требованиям соглашений ВТО и вынесения рекомендаций по устранению их нарушений. Для проведения такого обзора каждая проверяемая страна предоставляет на рассмотрение других стран – членов ВТО детальный доклад о состоянии ее внешнеторговой политики, включая торговлю товарами и услугами. Секретариат, со своей стороны, также готовит доклад, высказывающий его оценку торговой политики страны-члена. Оба доклада публикуются и передаются на рассмотрение Генерального совета ВТО, на котором другие страны-члены выносят свои рекомендации о приведении торговой политики рассматриваемой страны в соответствие с правилами ВТО.

Главное преимущество в присоединении к ВТО заключается в возможности участвовать в формулировании новых правил международной торговли и в защите с помощью ее механизмов интересов национальных экспортеров. Кроме того, страна-член получает более благоприятные условия доступа на мировые рынки товаров и услуг, ей гарантируется предсказуемость и стабильность в развитии торговых отношений со странами – членами ВТО, включая транспарентность их внешнеэкономической политики. В случае участия в ВТО другим странам

сложнее подвергнуть дискриминации экспорт данной страны, поскольку она получает доступ к механизму ВТО по разрешению споров, обеспечивающему защиту национальных интересов в случае, если они ущемляются партнерами. Страна также имеет возможность реализовать свои текущие и стратегические торгово-экономические интересы путем эффективного участия в многосторонних торговых переговорах по выработке новых правил международной торговли.

Если страны вступают в ВТО и подписывают его основные документы, это означает, что они обязуются соблюдать заложенные в нем принципы. Несовпадение в трактовке многостраничных и весьма сложных документов ВТО может привести к возникновению торгового спора. Для их разрешения в рамках ВТО действует механизм урегулирования торговых споров (*Trade dispute settlement mechanism*) – процедура разрешения на многосторонней основе под эгидой ВТО и при участии ее экспертов разногласий, вытекающих из-за невыполнения другой страной – членом ВТО принятых на себя обязательств по многосторонним торговым соглашениям, а также из-за применения другой страной мер торговой политики, не соответствующих правилам ВТО, или из-за любой другой ситуации в торговле.

Рассмотрением споров занимается созданный в рамках ВТО Орган по рассмотрению споров (*Dispute Settlement Body*), в задачу которого входит рассмотрение всех разногласий, возникающих в связи с различиями в интерпретации документов ВТО. Процесс урегулирования торговых споров состоит из консультаций между сторонами, которые в течение 60 дней пытаются найти решение проблемы. Если это сделать не удается, создается комиссия из трех квалифицированных специалистов, выбранных ВТО, в течение 3–6 месяцев подготавливающая независимый от спорящих сторон доклад, который основывается на аргументах, предоставленных каждой из сторон, и содержащий точку зрения экспертов. Доклад комиссии должен одобрить Орган по рассмотрению споров, после чего страны обязаны выполнять его рекомендации. Страна, не согласная с выводами доклада, может обратиться в Орган по рассмотрению апелляций (*Appellate Body*). Его решение снова выносится на одобрение Органа по рассмотрению споров, решение которого считается окончательным и дальнейшему обсуждению не подлежит.

Если страна, признанная виновной в нарушении правил ВТО, не предпринимает действий по их исправлению, страна, подавшая жалобу, может обратиться с просьбой в ВТО об отмене в отношении страны-нарушителя льгот и привилегий, предоставляемых ей в соответствии с правилами ВТО. При получении разрешения ответные меры должны коснуться тех же секторов, где произошли нарушения, а после их устранения они должны быть отменены. Орган по рассмотрению споров наблюдает за каждым случаем до тех пор, пока стороны не достигнут согласия. Причем процесс переговоров и примирения может затягиваться на годы.

В числе прочих функций ВТО – содействие развитию международной торговли путем разработки стандартной внешнеторговой документации и систематической рационализации внешнеторговых процедур (наиболее активные действия предпринимаются по созданию унифицированных правил определения страны происхождения товара), техническое содействие в области внешнеторговой политики и регулирования через проведение семинаров, «круглых столов», посылку миссий экспертов в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой. Новым направлением деятельности ВТО является исследование взаимосвязи мировой торговли и проблем окружающей среды в целях обеспечения стабильности процессов роста и развития.

Подписанное в результате Уругвайского раунда Генеральное соглашение по торговле услугами (*General Agreement on Trade in Services – GATS*), входящее на правах приложения в соглашение о ВТО, является главным международным документом, регулирующим международную торговлю услугами. Документ определяет торговлю услугами как предоставление услуги одним из следующих способов: 1) поставка через границу (*cross-border supply*); 2) потребление за границей (*consumption abroad*); 3) коммерческое присутствие (*commercial presence*); 4) присутствие физических лиц (*presence of natural persons*). Правила торговли услугами, установленные в GATS, относятся ко всем видам услуг, кроме предоставляемых правительством. Соглашение определяет, что международная торговля услугами, так же как и торговля товарами, должна основываться на принципе РНБ; отношение к услугам, предоставляемым нерезидентами, на внутреннем рынке зарубежных стран должно исходить из национального режима, т.е. быть недискриминационным, транспарентным (страны обязаны публиковать все новое регулирование, относящееся к торговле услугами, и извещать другие страны о нем); обеспечивать активное участие развивающихся стран в международной торговле услугами.

Особенностью GATS является то, что на первом этапе оно закрепило существующий статус-кво в области торговли услугами, т.е. страны договорились начать переговоры о либерализации торговли услугами и существующего положения вещей, по возможности не осложняя текущее регулирование. GATS предусматривает возможность отступления от согласованного РНБ в случае образования интеграционного союза и по соображениям национальной безопасности. Национальный режим иностранным услугам предоставляется не автоматически, а на основе переговоров. Принимающая страна может оговорить ограничения доступа услуг на свой рынок путем наложения ограничений на способ их доставки, на торговлю, потребление услуг за границей, коммерческое присутствие в принимающей стране, на передвижение лица, предоставляющего услуги, и пр.

Факторами, ограничивающими движение услуг, являются соглашения между предоставляющей и принимающей страной, критерии профессиональной квалификации лиц, их оказывающих, соответствие услуг национальным стандартам или их лицензирования. В ГТУ включены обязательства сторон не накладывать ограничения на международную торговлю услугами в следующих формах: квоты на объем предоставляемых услуг, ограничения на стоимость услуг, ограничения общего числа организаций, предоставляющих услуги, ограничения числа физических лиц, которые предоставляют услуги, ограничения юридических форм, в которых могут быть зарегистрированы организации, предоставляющие услуги, ограничения на участие иностранного капитала в организациях, предоставляющих услуги. Частью соглашения являются приложения по авиатранспортным услугам, услугам морского транспорта, финансовым услугам, телекоммуникационным услугам и передвижению физических лиц, предоставляющих услуги.

В числе прочих организаций, традиционно участвующих в регулировании международной торговли, особое место занимает входящая в систему ООН Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД). Созданная в разгар холодной войны по инициативе социалистических стран как альтернатива ГАТТ, ЮНКТАД на протяжении многих лет, вплоть до кризиса ООН в конце 1980-х гг., оставалась основным политическим форумом, на котором сталкивались идеологически противоположные взгляды на международную торговлю (*пример 4.3*). Практическими достижениями ЮНКТАД

Пример 4.3

Конференция ООН по торговле и развитию – ЮНКТАД
(UN Conference on Trade and Development – UNCTAD)

Дата создания: 1964 г.

Количество членов: 188 стран, многие межгосударственные организации и неправительственные организации участвуют на правах наблюдателей.

Основные функции:

- Служить форумом для межгосударственных дискуссий, обмена мнениями в целях достижения консенсуса.
- Осуществлять исследования, анализ экономической политики и сбор данных для информационного обеспечения межправительственных консультаций и встреч экспертов.
- Предоставлять техническую помощью развивающимся странам, и особенно наименее развитым странам и странам с переходной экономикой, сотрудничать в области технического содействия с другими организациями

Структура:

- Конференция (*Conference*) – высший орган ЮНКТАД, собирающийся на уровне министров каждые четыре года, определяющий политику организации и разрабатывающий программу действий.
- Совет по торговле и развитию (*Trade and Development Board*) – исполнительный орган, собирающийся дважды в год и руководящий текущей деятельностью организации. Совет представляет свои доклады на рассмотрение Генеральной Ассамблеи ООН.
- Комиссии: Комиссия по торговле товарами и услугами, Комиссия по инвестициям, технологии и связанным с ними финансовым вопросам, Комиссия по предприятиям, содействию предпринимательству и развитию. Комиссии заседают раз в год, подотчетны Совету и могут создавать группы технических экспертов.
- Секретариат, в рамках которого действуют Комиссия по транснациональным корпорациям и Комиссия по науке и технике в целях развития.

Сайт: www.unctad.org

в области регулирования международной торговли стали:

- заключение ряда международных товарных соглашений и создание Общего фонда по товарам (*Common Fund for Commodities*) в 1989 г. для финансирования товарных соглашений и проведения исследований товарных рынков;
- принятие Общей системы преференций – ОСП (*Generalized System of references – GCP*), достигнутое на ЮНКТАД II, согласованное решение развитых стран отменить таможенные пошлины на импорт товаров из развивающихся стран; в результате различного подхода развитых стран к тому, какие именно страны считать развивающимися, и принятия многочисленных исключений по отдельным товарам ОСП не стала эффективным средством стимулирования экспорта развивающихся стран;
- ряд политических инициатив в пользу наименее развитых стран в рамках международных конференций по наименее развитым странам и островных государств и стран, не имеющих выхода к морю;

- техническая помощь преимущественно наименее развитым странам, финансируемая Программой развития ООН и странами-членами. Техническое содействие в последние годы сосредоточено на разработке автоматизированных систем, способствующих развитию международной торговли, таких как автоматизированная система по таможенной статистике, информационная система анализа эффективности торговли, система управления внешним долгом и финансового анализа.

Деятельность ЮНКТАД ознаменовалась также выдвижением ряда инициатив в области международной помощи развитию. Наиболее известная из них – призыв к развитым странам выделять 0,7% своего ВНП на официальную помощь развивающимся странам, который, правда, был выполнен далеко не всеми странами-членами. Существенную информационную роль играет также аналитическая работа, проводимая ЮНКТАД в рамках подготовки ежегодных докладов по торговле и развитию и Мирового инвестиционного доклада.

Регулирование движения факторов производства

В отличие от международной торговли товарами и услугами, в регулировании которых доминирует одна международная организация – ВТО, в сфере международного движения факторов производства – капитала, труда и технологии – пока не сложилось четкой организационной структуры международного мониторинга и регулирования.

МАГИ – ЦУИС: международное инвестирование

В результате мирового долгового кризиса начала 1980-х гг. стало очевидно, что подавляющее большинство развивающихся стран лишаются доступа к мировому рынку капитала: ТНК стали сворачивать свои производства в экономически нестабильных странах и переносить их назад в развитые страны или концентрировать инвестиции в небольшой группе развивающихся государств. Частные банки и страховые компании отказывались гарантировать инвестиции в развивающихся странах, что привело к еще большему падению вывоза капитала. Возникла потребность в создании авторитетной международной организации, которая смогла бы придать уверенность прямым и портфельным инвесторам в том, что их средства, вложенные в развивающиеся страны, не будут потеряны. Такой организацией стала МАГИ (*пример 4.4*).

@ *Многостороннее агентство по гарантии инвестиций – МАГИ (Multilateral Investment Guarantee Agency – MIGA)* – автономная организация группы Мирового банка, осуществляющая страхование иностранных инвестиций.

МАГИ, хотя и было образовано в рамках Мирового банка, стало от него финансово независимым и имело уставный капитал, который использовался для гарантии инвестиций. Гарантии инвестиций со стороны МАГИ строятся на следующих принципах:

- предоставляются только по инвестициям, происходящим из стран-членов, обычно совместно с несколькими другими государственными или частными страховщиками, причем гарантия МАГИ составляет 25–30% общего пакета;
- предоставляются на срок 15–20 лет по конкретным инвестиционным проектам в форме вложений в акционерный капитал или займов сроком более чем на три года, а также в отдельных случаях в форме технической помощи, франчайзинга и лицензионных соглашений;

Пример 4.4

Многостороннее агентство по гарантии инвестиций – МАГИ (Multilateral Investment Guarantee Agency – MIGA)

Дата создания: 1988 г.

Основные функции:
- содействие увеличению притока инвестиций в развивающиеся страны через предоставление гарантий инвестиций;
- проведение исследований, сбор и распространение информации для содействия инвестициям;
- предоставление технической помощи странам и проведение консультаций по инвестиционным вопросам.

Структура (МАГИ имеет совместные с другими членами группы Мирового банка органы управления):

- Совет управляющих Мирового банка, состоящий из управляющего и заместителя от каждой страны, заседающий один раз в год и определяющий стратегические цели организации.
- Комитет по развитию – группа министров, представляющих интересы мирового сообщества в области экономики и финансов, которые заседают дважды в год и осуществляют функции мониторинга по проблемам развития.
- Совет исполнительных директоров, находящийся в Вашингтоне и отвечающий за повседневное функционирование организации. Состоит из 24 директоров и их заместителей, представляющих группы близких стран.
- Президент Мирового банка и Секретариат МАГИ.

Сайт: www.miga.org

- предоставляются по следующим некоммерческим рискам: невозможность перевести валюту за рубеж (репатриировать прибыль, конвертировать местную валюту в доллары и пр.), экспроприация инвестиций (конфискация, национализация или изъятие принимающей страной иностранных инвестиций), нарушение контракта (в случае невозможности получения компенсации через арбитраж); война или гражданские беспорядки (потеря активов в результате революции, терроризма, саботажа, восстания);
- предоставляются, только если инвестор является резидентом одной из стран-членов, а его инвестиции предназначаются для любой другой страны, даже нечлена МАГИ, кроме той, в которой он является резидентом. Государственные предприятия могут получать гарантии МАГИ, если они функционируют на коммерческих принципах.

Максимальный объем гарантии капиталовложений, предоставляемый МАГИ, на каждый проект ограничен, независимо от того, какое количество инвесторов в нем участвует. Поскольку гарантии МАГИ являются своего рода страховкой, которую покупает у МАГИ тот, кому она нужна, за пользование ею выплачивается премия, размер которой зависит от рыночных условий, типа покрываемого риска и сектора экономической деятельности. Для получения гарантии МАГИ инвестор должен подать предварительную заявку

в МАГИ до того, как инвестиция произведена или контракт о ней подписан. В течение 24–48 часов МАГИ определит, может ли в принципе гарантия быть выдана по формальным признакам, зарегистрирует заявку и известит об этом заявителя. Заявитель вслед за предварительной регистрацией должен предоставить МАГИ основную документацию по проекту – технико-экономическое обоснование, соглашение о создании совместного предприятия, договор займа и пр., которые должны содержать данные о размере и форме предполагаемой инвестиции, расчеты экономической эффективности проекта и указание на то, какой именно тип гарантии хотел бы получить заявитель. МАГИ рассматривает заявки в течение 3–4 месяцев, после чего выдает гарантию на основании решения ее совета директоров.

@ *Международный центр по урегулированию инвестиционных споров – МЦУИС* (*International Center for Settlement of Investment Disputes – ICSID*) – созданная в рамках группы Мирового банка в 1966 г. автономная организация для урегулирования споров между правительствами и иностранными инвесторами.

Руководит организацией Административный совет, состоящий из управляющих от каждой страны-члена и поддерживаемый техническим секретариатом во главе с генеральным секретарем – вице-президентом Мирового банка. Президент Мирового банка является также президентом МЦУИС. Страны могут добровольно согласиться использовать его услуги в качестве арбитра по инвестиционным спорам. В соответствии с инвестиционным законодательством примерно 20 стран любые возникающие инвестиционные споры должны рассматриваться в МЦУИС. Такое же условие содержится во многих двусторонних инвестиционных соглашениях, заключенных между различными странами мира. МЦУИС издает многотомное собрание инвестиционных законов и инвестиционных договоров всех стран-членов.

Еще одним многосторонним механизмом, частично регулирующим международные инвестиции, является подписанное в рамках ВТО Соглашение о связанных с торговлей инвестиционных мерах (*Agreement on Trade-Related Investment Measures – TRIM*). Соглашение признает, что некоторые инвестиционные меры (требования о содержании местных компонентов или привязка размеров импорта предприятия к размерам его экспорта) не соответствуют требованиям ВТО о национальном режиме и отмене количественных ограничений на торговлю. Они должны быть устранены в течение двух лет после подписания TRIM развитыми странами, в течение пяти лет – развивающимися странами и в течение семи лет – наименее развитыми странами, однако многие страны продолжают их использовать. Комитет по связанным с торговлей инвестиционным мерам, образованный в рамках ВТО, проводит мониторинг выполнения этих соглашений. Наблюдательные функции за развитием международного инвестирования осуществляет также и Комиссия ЮНКТАД по инвестициям, технологии и связанным с ними инвестиционным вопросам. После неудачи с разработкой Кодекса поведения ТНК, предпринятой ООН в 1970-х – начале 1980-х гг., на эту организацию были возложены обязанности изучения взаимосвязи инвестиций и торговли и исследования правовой базы иностранных инвестиций, а также разработки системы статистической отчетности, которая позволила бы улучшить сопоставимость информации о прямых инвестициях.

МОТ – движение рабочей силы

Ни одна из международных организаций не имеет мандата на регулирование миграции рабочей силы, которое традиционно является прерогативой национальных органов власти. Лишь косвенно

в наблюдение и изучение проблем миграции вовлечена Международная организация труда (*пример 4.5*).

@ *Международная организация труда* (*International Labor Organization*) – являющаяся с 1946 г. специализированным агентством ООН автономная международная организация, занимающаяся разработкой и согласованием международных стандартов в области рынка труда.

Главный вклад МОТ в регулирование международного рынка труда заключается в разработке международных стандартов, являющихся рекомендацией национальным правительствам в таких областях, как минимальный уровень оплаты труда, равенство возможностей в области занятости, система социального страхования, охрана материнства, минимальный возраст рабочей силы, защита интересов мигрантов и пр. Стандарты в области труда находятся под постоянным контролем со стороны МОТ, которая, однако, не имеет рычагов, чтобы заставить страны применять их. Они внедряются странами на добровольной основе и закрепляются в текущем законодательстве и практической работе правительств. Ежегодно страны-члены предоставляют в МОТ отчет об успехах в деле внедрения международных стандартов в национальную практику, которые рассматриваются независимым комитетом, состоящим из примерно 20 экспертов. Они, в свою очередь, составляют доклад и представляют его на рассмотрение Международной конференции по вопросам труда.

Пример 4.5

Международная организация труда – МОТ
(International Labor Organization – ILO)

Дата создания: 1919 г.

Основные функции:
- содействие разработке национальных программ для обеспечения полной занятости и роста жизненного уровня;
- создание равных условий для образования и профессиональной подготовки;
- улучшение условий труда, здравоохранения и жизни;
- признание права на коллективное проведение переговоров и сотрудничество между менеджментом и работниками.

Структура:

- Международная конференция по вопросам труда (*International Labor Conference*) – высший политический орган МОТ, заседающий один раз в год на уровне делегаций стран-членов, состоящих из двух представителей правительства, одного представителя работодателей и одного представителя наемных работников.
- Управляющий орган (Governing Body) – заседающий три-четыре раза в год исполнительный орган МОТ, состоящий из 56 членов, из которых 28 представляют правительства, 14 – работодателей и 14 – наемных работников. 10 крупных стран имеют постоянное представительство в этом органе, а остальные 18 избираются из числа других членов каждые три года.
- Международная контора по труду (International Labor Office) – постоянно функционирующий секретариат МОТ во главе с Генеральным секретарем.

Сайт: www.ilo.org

Если правительство страны – члена МОТ не соблюдает те или иные международные стандарты в области труда, которые были ею приняты и включены в законодательство, то организации, представляющие наемных работников, могут обратиться по этому поводу в МОТ. Получив его, Управляющий орган назначает независимую трехстороннюю комиссию по изучению проблемы, которая выносит свои рекомендации по ее решению. Если с точки зрения какой-либо страны-члена другая страна не выполняет принятые на себя обязательства в области стандартов труда, она может также сделать представление в МОТ. При игнорировании рекомендаций МОТ дело может быть вынесено на рассмотрение Международного суда. Однако основной метод работы МОТ – согласование интересов и поиск консенсуса на трехсторонней основе между правительствами, работодателями и наемными работниками.

ВТО – МОИС – ПРООН: движение технологии

Так же как и международная миграция рабочей силы, международная передача технологии не является пока сферой сколько-нибудь жесткого международного регулирования и надзора. Ближе всего подходят к вопросам изучения и регулирования международного движения технологии три организации – ВТО, МОИС и ПРООН, причем первые две являются в большей мере международными соглашениями по связанным с технологией вопросам, а последняя выступает главным каналом многостороннего финансирования международного технического содействия.

• *Соглашение ВТО о связанных с торговлей аспектах прав на интеллектуальную собственность (Agreement on Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights – TRIPS)*, вступившее в силу в 1995 г., стало самым всеобъемлющим международно-правовым документом, регулирующим вопросы интеллектуальной собственности.

Это соглашение, так же как и другие соглашения в рамках ВТО, предусматривает применение РНБ и национального режима в отношении иностранных прав на интеллектуальную собственность. Оно покрывает такие вопросы, как копирайт, торговые марки и знаки, географические названия и промышленный дизайн. Соглашение распространяется не только на торговлю, оно определяет и стандарты – минимальные обязательства стран – членов ВТО по охране интеллектуальной собственности, включая предмет защиты и ее минимальную длительность, механизм обеспечения защиты прав интеллектуальной собственности и процедуру решения споров в этой области через систему ВТО. В соответствии с минимальными стандартами страны ВТО должны соблюдать Парижскую конвенцию по защите прав индустриальной собственности и Бернскую конвенцию по защите авторских прав на произведения литературы и искусства в их последних редакциях. Соглашение развивает положения обеих конвенций в тех областях, где они неадекватны текущей ситуации, и, являясь минимальным стандартом, не запрещает странам ВТО вводить более жесткие требования к соблюдению прав на интеллектуальную собственность.

• *Международная организация по интеллектуальной собственности – МОИС (World Intellectual Property Organization – WIPO)* – одно из специализированных агентств системы ООН. Интеллектуальная собственность состоит из промышленной собственности (изобретений, торговых марок, промышленного дизайна) и копирайта на произведения литературы, искусства, фотографии, видео- и звукозаписи. Задачами организации являются содействие защите интеллектуальной собственности путем развития

многостороннего сотрудничества между странами и административное руководство союзами в отдельных областях.

• *Программа развития ООН – ПРООН (UN Development Program – UNDP)* – созданная в 1965 г. одна из международных организаций, занимающихся финансированием технической помощи. Средства предоставляются на добровольной основе странами – членами ООН. Организацией руководит исполнительный директорат, представляющий как развитые, так и развивающиеся страны. Основная задача ПРООН заключается в содействии развивающимся странам в развитии их человеческого капитала, устранении бедности, улучшении окружающей среды, создании рабочих мест и развитии международного сотрудничества. Через офисы в большинстве стран мира и с использованием экспертизы других международных и региональных организаций ПРООН оказывает техническую помощь в сфере передачи и адаптации технологии к нуждам определенных стран, устранения бедности, разработки природных ресурсов, технического сотрудничества между развивающимися странами, содействия предпринимательству, безопасности продуктов питания, борьбы со СПИДом.

Регулирование международного финансирования

Надзор за развитием международной макроэкономики, регулирование ее отдельных параметров и всей международной торговли сосредоточивается в руках небольшого числа компактных и высокоэффективных международных организаций, тогда как роль остальных существенно падает. Контроль за развитием международной макроэкономики, в основном платежных балансов и валютных курсов, возложен на Международный валютный фонд, а регулирование международной задолженности – на Парижский и Лондонский клубы, международных расчетов и банковского надзора – на Банк международных расчетов. Однако в целом международные финансовые рынки остаются одной из наименее регулируемых сфер международной экономики.

МВФ: платежный баланс

Международный валютный фонд, который был создан в первые послевоенные годы и задумывался изначально как механизм наблюдения за системой фиксированных валютных курсов, постепенно трансформировался в наиболее влиятельную международную организацию, регулирующую международную макроэкономику. В целях достижения главной цели – стабильности в международной экономике – в настоящее время МВФ выполняет три основные функции: надзор, финансовую помощь и техническое содействие (*пример 4.6*).

@ *Надзор (surveillance)* – функция МВФ, дающая право в соответствии со статьей IV его Статей соглашения осуществлять наблюдение за политикой стран-членов в области установления валютных курсов и связанной с ней макроэкономической политикой.

Каждая страна обязана предоставлять МВФ по его запросу информацию, необходимую для осуществления надзора за ее экономической политикой. Она обычно состоит из детальной информации о реальном денежном, бюджетном и внешнем секторах, а также о структурной политике правительства (приватизация, рынок труда, окружающая среда). Главная цель надзора заключается в своевременном выявлении потенциально опасных макроэкономических дисбалансов, способных повлиять на стабильность валютных курсов, и, с использованием лучшего мирового опыта, дать правительству страны рекомендации по их исправлению. Надзор за экономиче-

Пример 4.6

Международный валютный фонд – МВФ
(International Monetary Fund, IMF)

Дата создания: 1944 г.

Основные функции:
- надзор за валютными курсами и макроэкономической политикой стран-членов и развитием международной экономики в целом;
- предоставление временной финансовой помощи странам, испытывающим трудности с погашением своих международных долгов в результате несбалансированности платежного баланса;
- предоставление технической помощи правительствам стран-членов в области государственных финансов, статистики, банковского регулирования и платежного баланса.

Структура:

• *Совет управляющих (Board of Governors)* – высший орган МВФ и Мирового банка в составе управляющих от каждой страны-члена (обычно председатель центрального банка или министр финансов), собирающийся ежегодно осенью. В компетенции Совета управляющих находятся принятие новых членов, определение их квот, распределение СДР, а также все основные политические вопросы, стоящие перед МВФ.

• *Международный валютный и финансовый комитет (International Monetary and Financial Commettee, IMFC)* – созданный Советом управляющих в 1974 г. орган на уровне министров стран-членов, который заседает дважды в год, весной и осенью, и определяет текущие задачи МВФ. Во Временном комитете представлены 24 страны на уровне министров финансов или председателей ЦБ.

• *Исполнительный совет (Executive Board)* – 24 директора, пять из которых назначены (США, Япония, ФРГ, Англия, Франция), три избраны одной страной, которую они представляют (Россия, Китай, Саудовская Аравия), а остальные избираются от групп стран, близких по своим социально-экономическим условиям. Исполнительный совет заседает три раза в неделю и руководит текущей деятельностью МВФ, включая выделение кредитов странам-членам.

• *Руководство (management)* – директор-распорядитель и его заместители директора, один из которых «первый среди равных». Директором-распорядителем МВФ традиционно назначается гражданин Европы, его первым заместителем – гражданин США.

• *Персонал (staff)* – с уровня директора департамента и ниже – граждане более 100 стран мира, нанимаемые на работу по прямому конкурсу; страновых квот не существует.

Сайт: www.imf.org

ской политикой осуществляется МВФ в трех основных формах:

• *Консультации по статье IV (Article IV consultations)* – двусторонние консультации со странами-членами в рамках статьи IV Статей соглашения об МВФ, главная форма надзора за экономической политикой, в рамках которой миссии МВФ ежегодно посещают страны-члены для обсуждения состояния национальной экономики и выдачи рекомендаций по ее развитию с учетом международного опыта.

По результатам таких консультаций миссия МВФ вырабатывает свое независимое от правительства мнение о состоянии экономики, подготавливает доклад для рассмотрения на Совете директоров МВФ, в который обязательно включает рекомендации о том, что правительство может сделать для улучшения состояния экономики. Совет директоров рассматривает доклад миссии, выслушивает мнение правительства, которое представлено в нем одним из директоров, и большинством голосов от лица международного сообщества выносит свои рекомендации правительству. Правительство может соглашаться или не соглашаться с ними, однако обычно эти рекомендации воспринимаются очень серьезно. Несмотря на то что консультации ведутся на конфиденциальной основе, что позволяет и правительству, и МВФ быть максимально откровенными, результаты консультаций в форме доклада МВФ, одобренного решением Совета директоров, принадлежат правительству, которое вольно сделать с ними все, что оно считает нужным: опубликовать, забыть, включить в правительственную программу действий и т.п. С подавляющим большинством стран такие консультации проводятся раз в год, с некоторыми, особенно малыми, странами с устойчивой экономикой – раз в 1,5–2 года.

• *Многосторонний надзор (multilateral surveillance)* – осуществляемый Советом директоров дважды в год анализ международной экономики на основе специально публикуемого доклада «Мировой экономический обзор / *World Economic Outlook*». Задача многостороннего надзора заключается в том, чтобы вписать развитие экономики отдельных стран в контекст ситуации в экономике мира в целом. Такие процессы, как изменение мировых цен на нефть и другие ключевые товары, международные валютные и финансовые рынки, спекулятивное движение краткосрочного капитала, интеграционные процессы и многие другие, не поддаются объяснению только с точки зрения национальных, пусть и больших, экономик. Наиболее важной частью многостороннего надзора является прогноз мировой экономической ситуации на два-три года вперед. Этот прогноз включает прогноз темпов роста реального ВВП, инфляции, бюджетных дефицитов, баланса счета текущих операций платежного баланса, размеров внешнего долга, условий торговли, международных резервов. Такой прогноз составляется для каждой страны исходя из данных, полученных от правительств во время последней консультации по Статье IV, а затем агрегируется по группам стран и по миру в целом.

• *Углубленный надзор (enhanced surveillance)* – механизм надзора за экономической политикой стран – членов МВФ с целью гарантировать устойчивое экономическое развитие путем исправления макроэкономических дисбалансов. Углубленный надзор появился в 1985 г., после того, как страны-кредиторы потребовали от развивающихся стран-должников принятия решительных мер по выплате внешних долгов. Условием переноса сроков платежей как правительствами, так и коммерческими банками стало введение углубленного надзора МВФ за выполнением планов структурной корректировки. В последующем углубленный надзор, состоящий преимущественно в ежеквартальном анализе экономики страны МВФ и рассмотрении результатов этого анализа на заседании Совета директоров, стал использоваться и другими странами как способ придания большего международного веса правительственным планам экономических реформ. Формальное согласие МВФ с этими планами обычно играет роль катализатора, увеличивающего приток иностранного капитала и расширяющего возможности для внешней торговли.

@ *Финансовая помощь (financial assistance)* – использование финансовых ресурсов МВФ странами-членами, испытывающими сложности с финансированием платежного баланса и представившими в МВФ программу реформ, показывающую намерения правительства по преодолению этих трудностей.

МВФ оказывает финансовую помощь странам-членам за счет финансовых ресурсов, которыми он располагает. Эти ресурсы состоят из собственных ресурсов – взноса каждой страны в уставный капитал МВФ в соответствии с квотой и дохода, полученного в результате того, что МВФ взимает проценты за пользование его ресурсами, а также заемных ресурсов – кредитных линий, открытых для МВФ в рамках нескольких соглашений о займах со странами-членами, и прочих кредитных линий от правительств и центральных банков его членов.

Формально финансовая помощь МВФ имеет форму своеобразного кредита. Она является обменом национальной валюты на соответствующую сумму иностранной валюты. Когда страна берет кредит МВФ, она осуществляет покупку (*purchase*) иностранной валюты за национальную; когда она выплачивает кредит, страна осуществляет обратную покупку (*repurchase*) национальной валюты за иностранную. Кредиты МВФ выдаются долями, или траншами (*tranches*). Резервный транш рассматривается как часть международных резервов страны, поэтому его покупка не является использованием финансовых ресурсов МВФ. Все остальные случаи использования финансовых ресурсов МВФ предусматривают их выделение частями по мере выполнения страной согласованной с МВФ программы экономических реформ. Первым кредитным траншем в размере не более 25% квоты страны в МВФ страна должна просто ясно продемонстрировать намерение преодолеть трудности с платежным балансом. Последующие кредитные транши могут быть получены страной только в случае выполнения критериев, установленных в рамках программ экономических реформ, согласованных между правительством и МВФ. Финансовые ресурсы МВФ принадлежат странам-членам, поэтому в ответственность МВФ входит обеспечение сохранности и возвратности этих ресурсов, с тем чтобы они могли быть использованы другими членами.

Размер финансового содействия определяется на основе квоты страны в капитале МВФ и принимает в зависимости от обстоятельств разные конкретные формы (*пример 4.7*).

@ *Обусловленность финансирования (conditionally)* – экономическая политика, которую страна-член обязуется осуществлять, с тем, чтобы иметь доступ к финансированию со стороны МВФ.

Все виды доступа к финансовым ресурсам МВФ основаны на выполнении странами определенных условий, которые разрабатываются совместно экспертами МВФ и правительством страны в рамках программы экономических реформ, направленной на преодоление трудностей с платежным балансом. Обе стороны свободны в принятии решений: если правительство не согласно с условиями МВФ, оно вольно не использовать его финансовые ресурсы; если совет директоров МВФ не согласен с программой реформ правительства, он свободен не предоставлять свои ресурсы в его распоряжение. Поэтому обусловленность финансирования обычно является результатом кропотливой работы многочисленных экспертов, длительных двусторонних переговоров, которые приводят к взаимоприемлемому компромиссу.

В понятие обусловленности финансирования входят следующие основные элементы:

- *Предварительные меры (prior actions)* – мероприятия по реформе экономики,

Пример 4.7

ФИНАНСОВЫЕ МЕХАНИЗМЫ МВФ			
Кредитный механизм (год введения)	**Цель**	**Условия**	**Поэтапное осуществление покупок и мониторинг[4]**
КРЕДИТНЫЕ ТРАНШИ И МЕХАНИЗМ РАСШИРЕННОГО КРЕДИТОВАНИЯ[3]			
Договоренности «стэнд-бай» (1952 г.)	Среднесрочная помощь странам, испытывающим трудности платежного баланса краткосрочного характера.	Принятие политики, обеспечивающей уверенность в том, что трудности платежного баланса государства-члена будут разрешены в течение разумного периода.	Квартальные покупки (фактические выплаты), обусловленные соблюдением критериев реализации и других условий.
Гибкая кредитная линия (2009 г.)	Гибкий инструмент использования кредитных траншей для удовлетворения всех потребностей, связанных с платежным балансом, потенциальных или фактических.	Очень сильные перспективные макроэкономические детерминанты, основа экономической политики и демонстрируемые в течение определенного времени положительные результаты.	Утвержденные суммы доступны немедленно и на весь период действия договоренности при условии завершения среднесрочного обзора в случае однолетних договоренностей.
Механизм расширенного кредитования (1974 г.) (договоренности о расширенном кредитовании)	Более долгосрочная помощь для поддержки структурных реформ государств-членов в целях преодоления трудностей платежного баланса долгосрочного характера.	Принятие трехлетней программы, включающей структурные преобразования, с ежегодным подробным представлением мер политики на последующие 12 месяцев.	Квартальные или полугодовые покупки (фактические выплаты), обусловленные соблюдением критериев реализации и других условий.
СПЕЦИАЛЬНЫЕ МЕХАНИЗМЫ			
Экстренная помощь	Помощь в преодолении трудностей урегулирования платежного баланса, связанных со следующим:		Не применимо, хотя помощь в постконфликтных ситуациях может быть сегментирована на две и более покупки.
1. На случай стихийных бедствий (1962 г.)	Стихийные бедствия.	Разумные усилия по преодолению трудностей платежного баланса.	
2. В постконфликтных ситуациях (1995 г.)	Последствия гражданских беспорядков, политических потрясений или международных вооруженных конфликтов.	Упор на развитие институционального и административного потенциала, с тем чтобы заложить основу для договоренности в рамках верхнего кредитного транша или ПРГФ.	

Окончание примера 4.7

Кредитный механизм (год введения)	Цель	Условия	Поэтапное осуществление покупок и мониторинг[4]
МЕХАНИЗМЫ ДЛЯ ГОСУДАРСТВ-ЧЛЕНОВ С НИЗКИМИ ДОХОДАМИ			
Расширенный кредитный механизм (ЕСФ) (1988 г.)[5]	Более долгосрочная помощь в преодолении устойчивых трудностей платежного баланса, носящих структурный характер; обеспечение устойчивого экономического роста при сокращении бедности.	Принятие трехлетней договоренности об использовании ЕСФ. Программы, поддерживаемые в рамках ЕСФ, основываются на документах по стратегии сокращения бедности (ПРСП), которые готовятся странам в рамках процесса широкого участия заинтересованных сторон и включают в себя меры макроэкономической и структурной политики и политики сокращения бедности.	Полугодовые (или иногда квартальные) фактические выплаты, обусловленные соблюдением критериев реализации и других условий.
Механизм кредита «стэнд-бай» (ССФ) (2010 г.) Механизм ускоренного кредитования (РСФ) (2010 г.)	Подобные целям договоренностей о кредите «стэнд-бай» для удовлетворения краткосрочных потребностей, связанных с урегулированием платежного баланса, и превентивных потребностей.	Принятие 12–24-месячной договоренности СКР. Заменяет компонент высокого доступа механизма финансирования для преодоления внешних шоков (ЕСФ) и используется для оказания поддержки в большом числе случаев.	
	Ускоренная помощь для удовлетворения срочных потребностей, связанных с урегулированием платежного баланса и вызванных внешними шоками, стихийными бедствиями, когда программа в рамках кредита верхнего транша не является необходимой или целесообразной.	Нет необходимости в программе, основанной на проведении обзоров, или предъявлении ретроспективных условий. Заменяет компонент ускоренного доступа (РАК) ЕСФ и субсидируемый компонент экстренной помощи в случае стихийного бедствия/постконфликтной ситуации.	Обычно одно отчисление средств.

Источник: IMF Annual Report, доступен на сайте www.imf.org.

которые правительство обязуется осуществить до того, как получит финансирование от МВФ, как жест доброй воли и подтверждение серьезности своих реформистских намерений.

• *Критерии реализации (performance criteria)* – условия, которые страна должна выполнить для получения согласованной суммы кредита. Существует два вида критериев реализации: количественные

и структурные. *Количественные критерии* относятся, как правило, к таким переменным макроэкономической политики, как международные резервы, денежные и кредитные агрегаты, сальдо бюджета, внешнее заимствование. Набор количественных индикаторов, обычно в форме величины дефицита государственного бюджета, размеров внутреннего кредита, объемов международных резервов, которые устанавливаются для каждого квартала или полугодия выполнения программы и исполнение которых обеспечивает поддержание доступа к финансовым ресурсам МВФ. *Структурные критерии* используются в отношении структурных мер, имеющих решающее значение для успеха экономической программы. Они широко различаются, но могут, например, предусматривать конкретные меры по совершенствованию операций финансового сектора, реформированию систем социального обеспечения или реструктуризации таких ключевых секторов, как энергетика.

• *Индикаторы (benchmarks)* – ориентировочные количественные показатели выполнения программы реформ, которые не являются критериями, но по которым можно судить о существующих тенденциях и заранее предвидеть проблемы с выполнением критериев по программе.

• *Проверка (review)* – обзор выполнения программы, периодически проводимый сотрудниками МВФ и его Исполнительным советом. Финансовые ресурсы МВФ предоставляются его членам в рамках трех групп финансовых «окон», которые называются «финансовыми возможностями» («*financial facilities*»): регулярных, концессионных и специальных. Регулярное финансирование включает финансирование в рамках резервных соглашений (*standby arrangements*), предоставляемое МВФ на срок 12–18 месяцев для исправления краткосрочных макроэкономических дисбалансов, и продленных соглашений с Фондом (*Extended Fund facilities*), предоставляемых на срок до трех лет и направленных на поддержку структурных реформ. Кредиты предоставляются под рыночный процент и подлежат выплате в срок от четырех до 10 лет.

• *Концессионное финансирование (concessional lending)* – предоставление займов странам с низким уровнем на льготных условиях – под 0,5% годовых с выплатой через 10 лет и пятилетним льготным периодом. Только концессионное финансирование называется займами (*loans*), поскольку ресурсы для них черпаются не из квоты МВФ, а из специально созданного за счет взносов развитых стран целевого финансового пула.

Специальное финансирование предусматривает предоставление финансовых средств МВФ либо отдельной группе его членов, либо в связи с определенными обстоятельствами. Существует возможность получения кредитов МВФ в случае стихийных бедствий, резкого падения доходов от экспорта или роста цен на импортное зерно. Послекризисное финансирование может предоставляться для содействия урегулированию последствий гражданских беспорядков, политических потрясений или международных вооруженных конфликтов.

@ *Техническая помощь (technical assistance)* – содействие МВФ странам-членам в области денежной, валютной политики и банковского надзора, бюджетной и налоговой политики, статистики, разработки финансового и экономического законодательства и подготовки кадров. Техническая помощь осуществляется через направление миссий в центральные банки, министерства финансов и статистические органы стран, запросивших такую помощь, посылку экспертов в эти органы на 2–3 года, проведение экспертизы готовящихся законодательных документов. Институт МВФ, совместный институт, созданный МВФ,

Мировым банком и Европейским банком реконструкции и развития, ЕС и ОЭСР в Вене осуществляют повышение квалификации сотрудников среднего звена (с уровня заместителя начальника отдела и выше) государственных органов стран-членов.

Специфической функцией МВФ, возложенной на него международным сообществом, является пополнение международных резервов с помощью выпуска СДР.

@ *Специальные права заимствования – СДР (special drawing rights, SDR)* – международный резервный актив, созданный МВФ в 1969 г. и периодически распределяемый между странами-членами пропорционально их квотам в МВФ. В международной экономике СДР, составляя примерно 2% мировых резервов, выполняют функцию международных резервов наряду с золотом и иностранной валютой, расчетной единицы, которая используется МВФ и некоторыми другими международными организациями, валюты фиксации валютного курса некоторыми странами, деноминатора ряда частных финансовых инструментов.

Стоимость СДР рассчитывается на основе корзины четырех ведущих валют (евро, японской иены, фунта стерлингов и доллара США). Стоимость СДР в долларах США ежедневно публикуется на веб-сайте МВФ. Она представляет собой совокупную стоимость определенных сумм четырех валют в долларах США на основе обменных курсов, которые ежедневно котируются в полдень на Лондонской бирже. Не являясь валютой, СДР фактически означает требование к свободно используемым валютам государств-членов, где МВФ осуществляет роль посредника между государствами-членами и назначенными держателями, обеспечивая возможность обмена СДР на эти валюты. Государства-члены МВФ часто нуждаются в приобретении СДР для выполнения обязательств перед МВФ, или они могут желать продать СДР для корректировки структуры своих резервов. В течение более чем двух десятилетий рынок СДР работал на основе добровольных договоренностей о купле/продаже, в соответствии с которыми несколько государств-членов и один назначенный держатель добровольно соглашаются покупать или продавать СДР в рамках лимитов, установленных в их соответствующих договоренностях.

Если возможности для проведения операций купли/продажи в рамках добровольных договоренностей являются недостаточными, Фонд может обязать государства-члены с достаточно сильной внешней позицией приобретать СДР до определенного лимита в обмен на свободно используемые валюты у государств-членов со слабой внешней позицией. Такой механизм служит дополнительным средством обеспечения ликвидности СДР и сохранения природы СДР как резервного актива. МВФ может распределять СДР среди государств-членов. Если авуары государства-члена в СДР превышают распределенные ему СДР, такое государство получает проценты по избыточным авуарам, и, напротив, если авуары в СДР меньше распределенной суммы, государство платит проценты с недостающей суммы. Общие распределения должны быть основаны на долгосрочной глобальной потребности в пополнении существующих резервных активов.

Доля валюты в корзине СДР в целом зависит от ее доли в международных расчетах по экспорту товаров и услуг и валют, в которых страны мира держат свои валютные резервы. Доллар США занимает порядка 43%, евро – 37, британский фунт стерлингов – 11 и японская иена – 9%.

Каждая страна в МВФ имеет квоту.

@ *Квота (quote)* – коэффициент, показывающий относительный вес страны в международной экономике.

При вступлении страны в члены МВФ для нее устанавливается первоначальная квота в том же диапазоне, что и квоты существующих государств-членов, которые в целом сопоставимы с ней по масштабам и характеристикам экономики. МВФ использует формулу расчета квот в качестве руководства для оценки относительного положения государства-члена в организации. Формула расчета квот представляет собой средневзвешенное значение ВВП (с весом 50%), открытости (30%), экономической изменчивости (15%) и международных резервов (5%). Для этой цели ВВП измеряется как составной показатель ВВП на основе рыночных обменных курсов (с весом 60%) и обменных курсов по паритету покупательной способности (40%). Эта формула также включает «коэффициент сжатия», уменьшающий дисперсию расчетных долей квот между государствами-членами.

Квоты выражаются в СДР, расчетной единице МВФ. Крупнейшим государством – членом МВФ являются США, а наименьшим по размеру – Тувалу. Размер квоты пересматривается раз в 5 лет с целью поддержания достаточного объема финансовых ресурсов, которые могут быть использованы для финансирования стран-членов в случае возникновения кризисных ситуаций в международной экономике.

Квоты выполняют несколько важных функций в МВФ, в том числе:

- Взнос государства-члена по квоте определяет максимальную сумму финансовых ресурсов, которую государство-член обязано предоставить МВФ. Государства-члены должны вносить свой взнос в полном объеме при вступлении в Фонд: до 25% должно быть внесено в СДР или широко принимаемых валютах (таких как доллар США, евро, иена или фунт стерлингов), остальное – в собственной валюте государства-члена.

- Квота в значительной мере определяет право голоса государства-члена в решениях МВФ. Голоса каждого государства – члена МВФ состоят из базовых голосов плюс один дополнительный голос за каждые 100 000 СДР квоты.

- Сумма финансирования, которую государство-член может получить от МВФ (его лимит доступа), определяется на основе его квоты. Например, в рамках договоренностей о кредитах «стэнд-бай» и о расширенном кредитовании государство-член может заимствовать до 200% своей квоты ежегодно и до 600% нарастающим итогом. Вместе с тем в исключительных случаях размеры доступа могут быть увеличены.

Задача МВФ – содействовать странам в разрешении их платежных проблем. За счет временного предоставления общих ресурсов МВФ создает у стран и их кредиторов состояние уверенности, обеспечивая тем самым возможность исправления диспропорций в их платежных балансах без использования мер, которые могут нанести ущерб благосостоянию на национальном или международном уровне. МВФ также призван сокращать продолжительность нарушений равновесия внешних платежных балансов государств-членов, а также уменьшать масштабы этих нарушений. На практике это означает, что страна, которая не в состоянии оплачивать свои обязательства перед иностранными кредиторами, может обратиться в МВФ за кредитом. МФВ предоставит ей кредит, но только при условии проведения реформ, которые позволят избежать возникновения неплатежеспособности в будущем. В подавляющем большинстве случаев МВФ требует сокращения дефицита государственного бюджета и как следствие – необходимости займов для его финансирования.

Парижский и Лондонский клубы: внешняя задолженность

Проблемы международной задолженности являются предметом мониторинга

и регулирования со стороны нескольких международных организаций. Парижский и Лондонский клубы кредиторов занимаются регулированием внешней задолженности, тогда как Мировой банк и Организация экономического сотрудничества и развития ведут учет и обобщают статистическую информацию о внешнем долге соответственно со стороны должников и кредиторов.

@ *Парижский клуб (Paris Club)* – созданная в 1956 г. организация правительств стран-кредиторов, занимающаяся наблюдением за государственной задолженностью и проведением со странами-должниками многосторонних переговоров по проблемам реструктуризации государственных долгов.

Парижский клуб не имеет жесткой организационной структуры и членства и формально открыт для всех стран, которые являются кредиторами и принимают его практику работы. Традиционно Председатель Парижского клуба – высокопоставленный чиновник министерства финансов Франции, небольшой секретариат также размещается во французском казначействе. Главной функцией клуба является проведение многосторонних переговоров с крупнейшими должниками и урегулирование их внешней задолженности. Основные члены Парижского клуба – развитые страны – члены ОЭСР и Россия[1].

По результатам переговоров с должниками на многосторонней основе члены Парижского клуба подписывают Согласованный протокол (*Agreed Minutes*) о реструктуризации долга. Он содержит условие о консолидации платежей по обслуживанию долга и просроченных платежей, дату, по состоянию на которую подписанные соглашения о кредитах попадают под реструктуризацию, консолидационный период, в течение которого должна произойти реструктуризация долга, доля долга, подлежащая реструктуризации, условия первого взноса по реструктурированной задолженности и график платежей. Условия согласованного протокола вступают в силу только после того, как страна-кредитор и страна-должник договорятся на двусторонней основе по списку кредитов, подлежащих реструктуризации.

Деятельность Парижского клуба основана на нескольких основных принципах:

- Индивидуальный подход (*case by case*) – по каждому случаю облегчения долгового бремени члены Парижского клуба принимают во внимание специфические условия той или иной страны.
- Консенсус (*consensus*) – все решения принимаются только при согласии всех членов Парижского клуба.
- Обусловленность (*conditionality*) – члены Парижского клуба ведут переговоры только с теми странами, которые нуждаются в облегчении долгового бремени, проводят реформы для улучшения своей финансовой ситуации, следуя программе реформ, поддерживаемой ресурсами МВФ.
- Солидарность (*solidarity*) – члены Парижского клуба ведут отношения со странами-должниками от имени всей группы стран, учитывая то воздействие, которое урегулирование долга каждой из них может оказать на другие страны – члены Парижского клуба.
- Сравнимый подход (*comparability of treatment*) – страна-должник, которая подписала соглашение с Парижским клубом о реструктуризации долга, не может принять от стран – нечленов Парижского клуба менее благоприятные условия реструктуризации, чем те, что согласованы с Парижским клубом.

[1] Сайт www.clubdeparis.org.

Время от времени Парижский клуб согласовывает условия, на которых реструктурируются долги развивающихся стран. Наиболее известные из них следующие:

- *Торонтские условия (Toronto terms)* – действовавшие в 1988–1991 гг. согласованные в рамках Парижского клуба условия реструктуризации долгов наименее развитых стран, в соответствии с которыми страны-кредиторы должны были выбрать одну из следующих альтернатив взаимоотношений с этими странами: частичное списание долгов (списание 33% чистой текущей стоимости долга и перенос платежей по остальной части на 14 лет под рыночную процентную ставку с восьмилетним льготным периодом); увеличение срока погашения долга (перенос сроков платежей на 25 лет, включая 14 лет льготного периода); использование льготной процентной ставки (перенос платежей по долгам на 14 лет под рыночную процентную ставку, уменьшенную на 3,5 пункта, с восьмилетним льготным периодом). Применение этих условий способствовало частичному облегчению долгового бремени развивающихся стран, но было явно недостаточным для большинства из них.

- *Лондонские условия (London terms)* – действовавшие в 1991–1994 гг. согласованные в рамках Парижского клуба условия реструктуризации долгов наименее развитых стран, в соответствии с которыми страны-кредиторы могли списать до 50% чистой текущей стоимости долга. В соответствии с вариантом снижения долга страны могли получить: перенос платежей на 23 года с шестилетним льготным периодом под льготную процентную ставку; сокращение платежей по обслуживанию долга, в соответствии с которым его размер сокращается в результате использования льготной процентной ставки, с выплатой оставшейся части в течение 23 лет с пятилетним льготным периодом; коммерческий вариант, предусматривающий выплату всего долга в течение 25 лет с шестнадцатилетним льготным периодом.

- *Неапольские условия (Naples terms)* – действующие с 1995 г. согласованные в рамках Парижского клуба условия реструктуризации долгов наименее развитых стран, в соответствии с которыми страны, получившие ранее льготы на основе Торонтских или Лондонских условий, могут получить дальнейшие льготы от кредиторов в виде списания 67% чистой текущей стоимости их долга. Если среднедушевой доход страны составляет более 500 долл., а отношение суммы долга к экспорту не превышает 350%, то может быть списано не более 50% стоимости долга. Решение кредиторами принимается по каждой отдельной стране. В распоряжении кредиторов имеются три варианта механизма списания долгов: сокращение долга с его выплатой оставшейся части в течение 23 лет, включая шестилетний льготный период; сокращение платежей по обслуживанию долга, в соответствии с которым его размер сокращается в результате использования льготной процентной ставки, с выплатой оставшейся части в течение 33 лет; коммерческий вариант, предусматривающий выплату всего долга в течение 40 лет с 20-летним льготным периодом. Для стран-должников, проводящих в течение не менее трех лет политику стабилизации и экономических реформ, поддерживаемую кредитами МВФ, зарезервирован вариант проведения операции с запасами долга (*stock-of-debt operation*), в рамках которой весь государственный внешний долг страны может быть сокращен единовременно на льготных условиях. В конце 1990-х гг. Неапольские условия применялись в рамках инициативы МВФ и Мирового банка по сокращению долгов беднейших стран с высокой задолженностью.

- *Лионские условия (Lyon terms)* – согласованные в декабре 1996 г. условия ре-

структуризации внешнего долга наименее развитых стран с высоким уровнем задолженности, которые будут применяться наряду с Неапольскими условиями на втором этапе реструктуризации. Они предусматривают сокращение чистой текущей стоимости долга на 80% с выплатой оставшейся части в течение 40 лет при восьмилетнем льготном периоде.

В целом Парижский клуб может предоставлять облегчение долгового бремени в следующих основных формах:

- *Перенос платежей по долгу (debt rescheduling)* – соглашение об отсрочке платежей по обслуживанию долга и применение новых продленных сроков платежа.
- *Прощение долга (debt forgiveness)* – добровольное аннулирование долга кредитором на основе соглашения с должником.
- *Рефинансирование долга (debt refinancing)* – превращение оригинального долга в новый долговой инструмент, при котором оригинальный долг погашается, но возникает новый долг.
- *Конверсия долга (debt conversion)* – превращение долга в недолговое обязательство, например в акции предприятий.
- *Предоплата (prepayment)* – выплата должником всего или части долга, обычно с дисконтом, до наступления даты платежа.

В целом задача Парижского клуба заключается в том, чтобы способствовать разрешению долговых проблем государств-должников таким путем, чтобы они не оказывали дестабилизирующего влияния на международную экономику.

@ *Лондонский клуб (London Club)* – консультационный комитет крупнейших частных банков-кредиторов, заседающий в связи с их переговорами с правительствами стран-должников по вопросам реструктуризации их частной задолженности, которые обычно ведутся одним из банков от лица и по поручению других банков, участвующих в консультативном комитете.

Лондонский клуб не имеет какой-либо организационной структуры и собирается в составе тех банков, которые имеют наиболее крупные требования к стране-должнику, дело которой они рассматривают. В рамках Лондонского клуба банки заключают с правительством страны-должника соглашение либо о ежегодной реструктуризации долга, либо о многолетней реструктуризации. Условием подписания соглашения о реструктуризации обычно являются принятие страной программы МВФ по макроэкономической корректировке экономики и осуществлению экономических реформ и наличие жесткого мониторинга за ее исполнением. Реструктуризации подлежат только выплаты основного долга, тогда как все просроченные суммы должны быть выплачены в момент подписания соглашения о реструктуризации.

Набор мер по реструктуризации в рамках Лондонского клуба обычно ограничивается несколькими основными вариантами: соглашениями об обратной покупке (*buyback agreements*), по которым правительство страны-должника покупает со скидкой у иностранных банков частный долг своих компаний; обменом со скидкой (*discount exchange*) долгов на другие активы, такие как акции национальных компаний; сокращением платежей по обслуживанию долга (*debt service reduction*) и предоставлением новых займов для выплаты старых долгов.

БМР: расчеты и надзор

В сфере банковского регулирования и межбанковских расчетов неоспоримое первенство в международной экономике принадлежит Банку международных расчетов (*пример 4.8*), одной из старейших международных экономических органи-

Пример 4.8

Банк международных расчетов – БМР
(Bank for International Settlements – BIS)

Дата создания: 1930 г.

Основные функции:
- осуществляет широкий круг банковских операций с целью содействия центральным банкам в управлении их валютными резервами;
- служит форумом для международного валютного сотрудничества, в рамках которого периодически встречаются руководители ЦБ ведущих стран;
- выполняет функции агента и доверенного лица по исполнению международных финансовых соглашений;
- осуществляет исследования в области валютной и денежной политики, являющейся предметом интереса для ЦБ.

Структура:

- Генеральное собрание (*General meeting*) – заседающий ежегодно во второй понедельник июня в составе председателей ЦБ стран-членов высший орган БМР, определяющий политику организации.
- Совет директоров (*Board of directors*) – орган, руководящий текущей политикой и состоящий из председателей ЦБ Бельгии, Франции, Германии, Италии, Великобритании и США, каждый из которых назначает еще одного члена совета из своей страны. Председатели ЦБ Канады, Японии, Нидерландов, Швеции и Швейцарии являются кооптированными членами.
- Руководство (*Management*) – избранный Советом директоров председатель совета из числа его членов и назначенный президент БМР. С конца Второй мировой войны оба поста совмещает одно лицо – председатель ЦБ одной из стран-членов.

Сайт: www.bis.org

заций, созданной в 1930 г. с целью урегулирования проблемы германских репараций по результатам Первой мировой войны. Интересно, что в качестве расчетной единицы, в которой ведется баланс БМР, до сих пор применяется золотой швейцарский франк. В соответствии с уставом капитал банка составляет 1,5 млрд золотых франков и разделен на 600 тыс. акций. Один золотой франк содержит 0,29 г чистого золота, что соответствует золотому паритету, существовавшему между швейцарским франком и золотом в 1930–1936 гг. Американские доллары конвертируются во франки по фиксированному курсу 1 золотой франк = 1,94 долл. США, что означает цену золота, к которому до сих пор привязан этот франк: 208 долл. США за одну тройскую унцию золота, что существенно ниже цены золота на мировом рынке.

Одной из важных задач БМР является обеспечение валютной и финансовой стабильности. Для достижения этой цели представители центральных банков – членов БМР проводят периодические встречи как на уровне руководителей, так и ведущих экспертов в отдельных областях. Эта функция осуществляется через три комитета, действующих под эгидой БМР и при поддержке его секретариата:

- *Базельский комитет по банковскому надзору (Basle Committee on Banking Super-*

vision) – созданный в 1974 г. на основе соглашения между ЦБ «Группы десяти» периодически собирающийся орган, в задачу которого входит разработка минимальных принципов эффективного банковского надзора, которые рекомендуются для применения всеми центральными банками с целью предотвращения банковских кризисов. Наиболее весомыми документами, принятыми комитетом, являются: Базельский конкордат, в котором определены принципы надзора за подразделениями иностранных банков (*Basle Concordat: Principles for the supervision of banks' foreign establishments*) с последующими дополнениями, касающимися взаимоотношений международных банков с центральными банками принимающих стран; Базельское соглашение по капиталу: международное сближение измерений капитала и стандартов капитала (*Basle Capital Accord: International convergence of capital measurement and capital standards*), рекомендовавшее, чтобы собственный капитал банков составлял не менее 8% их активов; Ключевые принципы эффективного банковского надзора (*Core principles for effective banking supervision*), которые стали ответом международного сообщества на потенциальную угрозу банковских кризисов в конце XX в. Эти основополагающие документы банковского регулирования признаются подавляющим большинством стран мира. Зачастую одним из главных критериев, по которым международные инвесторы судят о потенциальной безопасности инвестиций в ту или иную страну, является соблюдение банками этой страны Базельских принципов. Еще более 30 нормативных документов, принятых Базельским комитетом по банковскому надзору, определяют международные нормы банковской деятельности в таких областях, как финансовые деривативы, валютные фьючерсы, рыночные риски, борьба с отмыванием криминальных денег, высокий уровень кредита одному заемщику и т.д.

- *Комитет по глобальной финансовой системе (Committee on the Global Financial System)* – орган БМР, наделенный полномочиями выявлять и оценивать потенциальные источники кризиса мировых финансовых рынков, а также содействовать улучшению их функционирования и стабильности.

- *Базельский комитет по системам платежей и расчетов (Basle Committee on Payment and Settlement Systems)* – периодически собирающийся с 1989 г. под эгидой БМР комитет, осуществляющий наблюдение за международными расчетами, обобщающий статистику и разрабатывающий новые механизмы международных расчетов. В числе более чем 20 документов, принятых комитетом, наиболее значимыми являются рекомендации, касающиеся осуществления расчетов по финансовым деривативам, учета системных рисков в сделках с иностранной валютой и ценными бумагами, в международных расчетах, при переводе крупных платежей между центральными банками и др.

РЕЗЮМЕ

1. Регулирование и мониторинг международных экономических и финансовых процессов сосредоточены в рамках небольшого количества организаций. Наиболее универсальными из них являются МВФ, занимающийся макроэкономической политикой; ВТО, согласовывающая торговую политику; ООН, последние годы все более направляющая свои усилия на социальные вопросы; группа Мирового банка, уделяющая внимание проблемам развития и структурным реформам. Эти организации возникли в конце 1940-х гг. и выступают сегодня

важнейшими форумами согласования экономической политики между странами. В силу большого разнообразия международных организаций их классификация может быть осуществлена по одному ключевому признаку, отличающему одну группу организаций от другой. Они делятся на консультативные, обычно не имеющие жесткой организационной структуры; универсальные, охватывающие большинство стран мира; отраслевые, занимающиеся проблемами производства и торговли определенным товаром; региональные, концентрирующиеся на вопросах взаимного интереса обычно географически и экономически близких стран; финансовые, среди которых выделяются банки развития. В международной экономике на международные организации возложены следующие основные функции: содействия, заключающегося в организации международных переговоров и конференций; наблюдения, включающего возможность определения мнения организации по тем или иным проблемам; надзора, предусматривающего обязательство стран предоставлять данные о своем экономическом положении и проводить консультации; регулирования, опирающегося на принуждение стран к выполнению рекомендаций международного сообщества.

2. Международная торговля товарами и услугами регулируется Всемирной торговой организацией, являющейся законодательной и институциональной основой международной торговой системы, механизмом многостороннего согласования и регулирования политики стран-членов в области торговли товарами и услугами, урегулирования торговых споров и разработки стандартной внешнеторговой документации. Соглашение об образовании ВТО носит чисто институциональный характер, но в качестве приложений в него включены все основные соглашения, подписанные в рамках Уругвайского раунда ГАТТ. Регулирование в рамках ВТО международной торговли заключается в реализации согласованных принципов поведения стран, среди которых наиболее важными являются: торговля без дискриминации на основе РНБ и национального режима; либерализация международной торговли путем проведения многосторонних переговоров по снижению таможенных тарифов; применение мер, ограничивающих импорт, только на основе правил ВТО; предсказуемость торговой политики; содействие конкуренции. Для разрешения возникающих разногласий в рамках ВТО действует механизм урегулирования торговых споров. Он представляет собой процедуру решения на многосторонней основе при участии экспертов ВТО проблем, вытекающих из невыполнения другой страной – членом ВТО принятых на себя обязательств по многосторонним торговым соглашениям, применения другой страной мер торговой политики, не соответствующих правилам ВТО, или из любой другой ситуации в международной торговле. Определенную роль в регулировании международной торговли сыграла Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД).

3. В сфере международного движения факторов производства – капитала, труда и технологии – пока не сложилось четкой организационной структуры международного мониторинга и регулирования. В области движения капитала Многостороннее агентство по гарантии инвестиций, автономная организация группы Мирового банка, осуществляет страхование иностранных инвестиций. Гарантии предоставляются на 15–20 лет по таким некоммерческим рискам, как невозможность перевести валюту за рубеж, экспроприация инвестиций, нарушение контракта, война или гражданские беспорядки. Для урегулирования споров между правительствами и иностранными инвесторами в рамках группы Мирового банка действует на правах автономной органи-

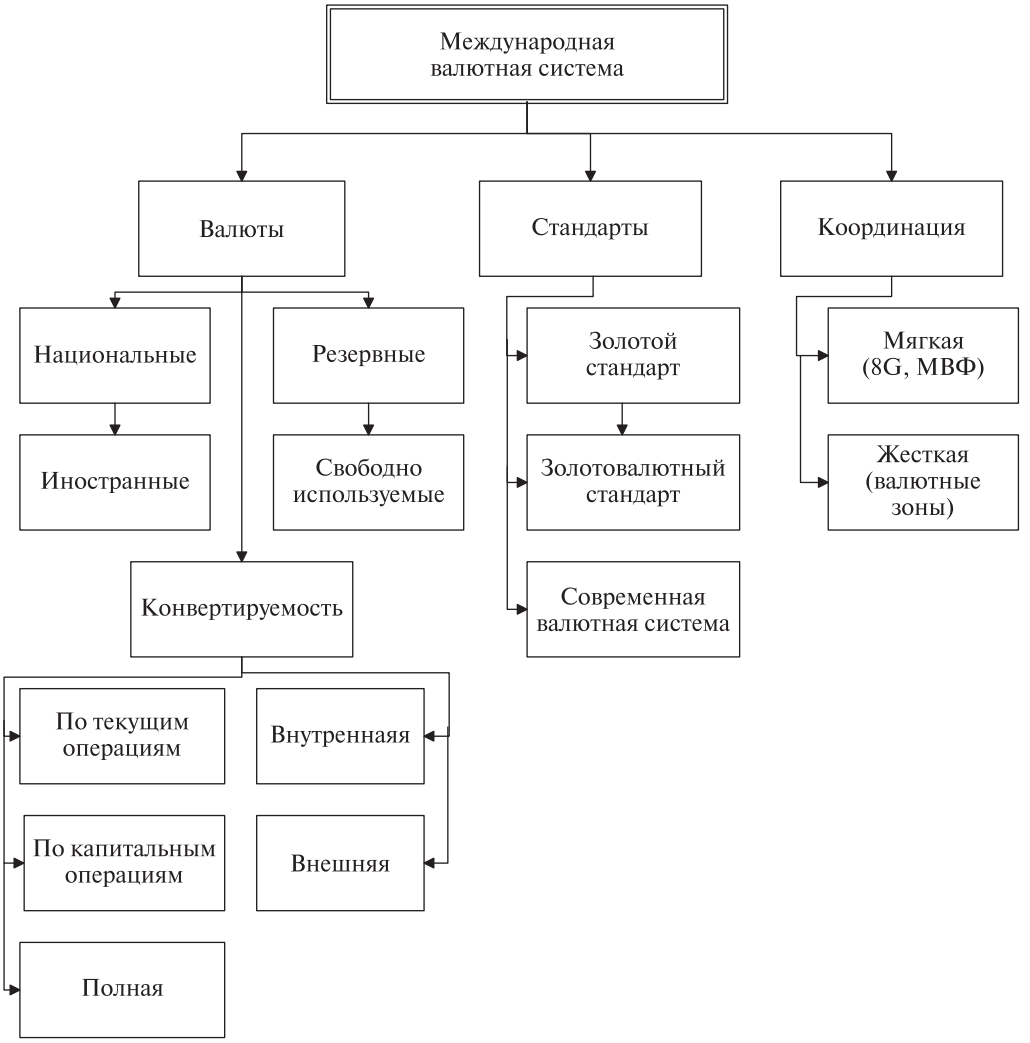
зации Международный центр по урегулированию инвестиционных споров. Некоторую, но весьма ограниченную роль в изучении международного движения капитала играет ЮНКТАД. В области международной миграции ни одна из международных организаций не имеет мандата на ее регулирование, которое традиционно является прерогативой национальных органов власти. Однако косвенно в наблюдение и изучение проблем миграции вовлечена Международная организация труда – действующая на правах специализированного агентства ООН автономная международная организация, занимающаяся разработкой и согласованием международных стандартов в области рынка труда. Международная передача технологии также не является пока сферой сколько-нибудь жесткого международного регулирования и надзора. Ближе всего подходят к вопросам изучения и регулирования международного движения технологии три организации – ВТО, МОИС и ПРООН, причем первые две являются более международными соглашениями по связанным с технологией вопросам, а последняя выступает главным каналом многостороннего финансирования международного технического содействия.

4. Надзор за развитием международной макроэкономики, регулирование ее отдельных параметров, так же как и регулирование международной торговли, все более сосредоточиваются в руках небольшого числа организаций. Надзором за развитием международной макроэкономики занимается Международный валютный фонд. В целях достижения его главной цели – обеспечения стабильности в международной экономике – МВФ выполняет три основные функции: надзор (жесткое наблюдение за политикой стран-членов в области установления валютных курсов и связанной с ней макроэкономической политикой), финансовую помощь (использование финансовых ресурсов МВФ странами-членами, испытывающими сложности с финансированием платежного баланса и представившими в МВФ программу реформ) и техническое содействие. Финансовая помощь предоставляется исключительно на основе политики обусловленности финансирования: средства предоставляются только для поддержки согласованной с МВФ программы экономических реформ. В случае неисполнения программы финансирование прекращается. Парижский и Лондонский клубы кредиторов занимаются регулированием соответственно государственной и частной внешней задолженности, тогда как Мировой банк и ОЭСР ведут учет и обобщают статистическую информацию о внешнем долге должников и кредиторов. Парижский клуб, в частности, выступает головной организацией в определении параметров реструктуризации долгов развивающихся стран на основе коллективно сформулированных условий (например, Неапольских условий). Функцию регулирования международных расчетов и разработки нормативных документов по банковскому надзору выполняет БМР. Минимальные стандарты банковского регулирования и надзора, согласованные «Группой десяти» в рамках действующих под эгидой БМР трех Базельских комитетов, используются большинством стран мира в качестве основы построения национального банковского законодательства.

Глава 2

МЕЖДУНАРОДНАЯ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Валюта
Валютное замещение
Валютный союз
Внешняя конвертируемость
Внутренняя конвертируемость
Долларизация
Еврозона
Европейская валютная система
Европейский валютно-экономический союз
Золотовалютный стандарт
Золотой стандарт
Конвертируемая валюта
Конвертируемость по капитальным операциям
Конвертируемость по текущим операциям
Международная валютная система
Оптимальная валютная зона
Параллельное обращение валют
Полная конвертируемость
Резервная валюта
Свободно используемая валюта

5. Международная валютная система

Валюта

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

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

Валютно-финансовая система является необходимым звеном, позволяющим осуществлять международную торговлю товарами и финансовыми инструментами, а также движение факторов производства. Она состоит из нескольких элементов:

- *Национальные валюты*. Валютными элементами системы являются национальные валюты, условия их взаимной конвертируемости и обращения, валютный паритет, валютный курс, национальные и международные механизмы его регулирования.
- *Международные финансовые рынки*. Финансовыми элементами системы являются международные финансовые рынки и механизмы торговли конкретными финансовыми инструментами. Основных финансовых рынков четыре – денежный рынок, валютный рынок, фондовый рынок и кредитный рынок.
- *Система международных расчетов*. Самостоятельным элементом международной финансовой системы выступают международные расчеты, обслуживающие движение как товаров и факторов производства, так и финансовых инструментов.
- *Механизмы международного финансирования*. Механизмы международного финансирования являются ключевыми элементами макроэкономической корректировки, кото-

рую осуществляют страны в открытой экономике, и могут быть многосторонними и двусторонними.

Поскольку валютные элементы валютно-финансовой системы порождают целый комплекс проблем, не связанных непосредственно с финансированием, валютную систему обычно рассматривают отдельно.

@ *Валюта (currency)* – любой товар, способный выполнять функции денег.

Валюта подразделяется в зависимости от ее принадлежности на:

- *национальную валюту (national currency)* – законное платежное средство на экономической территории выпускающих ее стран (доллар в США, рубль в России, угия в Мавритании); единая валюта валютных союзов считается национальной валютой каждой из входящих в них стран.
- *иностранную валюту (foreign currency)* – платежное средство других стран, законно или незаконно используемое на территории данной страны (доллары в России, рубли на Украине, евро в Латвии); СДР считаются иностранной валютой для всех стран.

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

- *Резервная валюта (reserve currency)* – валюты, в которых страны держат свои международные резервные активы, используемые для покрытия дефицита платежного баланса и интервенций на валютном рынке. Данные о валютном составе международных резервов собираются МВФ[1], но валютный состав резервов определяется каждым Центральным банком самостоятельно. В состав резервных валют входит американский доллар, евро, фунт стерлингов, японская йена, швейцарский франк и некоторые другие валюты, роль которых незначительна. Например, если некоторая страна держит часть резервов ЦБ в российских рублях или китайских юанях, то для этой страны эти две валюты также будут считаться резервными. Резервы состоят из требований денежных властей к нерезидентам в форме иностранных банкнот, банковских депозитов, государственных облигаций и других ликвидных требований.
- *Свободно используемая валюта (freely usable currency)* – валюта, которая отвечает двум критериям: (i) широко используется для осуществления платежей по международным сделкам и (ii) активно торгуется на главных валютных рынках. Разумеется, никаких твердых критериев того, насколько широко валюта используется в международных платежах и торгуется на валютных рынках, не существует. Поэтому список таких валют устанавливает МВФ по согласованию со странами-членами. В практических целях свободно используемыми считаются только четыре валюты – доллар США, евро, японская йена, английский фунт стерлингов. Эти же валюты входят в корзину СДР. Российский рубль и китайский юань не считаются свободно используемыми, поскольку не отвечают двум критериям.
- *Конвертируемая валюта (convertible currency)* – валюта, которая может свободно использоваться для международных сделок. В практических целях конвертируемыми могут считаться все свободно используемые валюты. Документы МВФ не содер-

[1] Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), www.imf.org.

жат определения конвертируемой валюты, хотя упоминают, что валютные резервы должны представлять собой резервы конвертируемой иностранной валюты, поскольку неконвертируемые валюты не могут использоваться для покрытия дефицита платежного баланса.

Конвертируемость

В международной экономике в широком смысле слова конвертируемость означает свободу обмена любых финансовых активов. Одним из наиболее распространенных проявлений конвертируемости является конвертируемость валюты. Различие между степенями конвертируемости валюты зависит от того, какие ограничения накладывает правительство на обмен валюты. С точки зрения типов международных операций, отражаемых обычно в платежном балансе по текущим операциям или по операциям с капиталом, валюта может быть конвертируемой по текущим операциям, по капитальным операциям или полностью конвертируемой.

- *Конвертируемость по текущим операциям (current account convertibility)* – отсутствие ограничений на платежи и трансферты по текущим международным операциям, связанным с торговлей товарами, услугами, межгосударственными переводами доходов и трансфертов.

Такие ограничения могут иметь многочисленные конкретные формы. Например, авансирование импортных платежей означает законодательно установленное требование к импортеру депонировать, обычно в национальной валюте, определенную часть предстоящего платежа по импортной сделке в национальном центральном или коммерческом банке до того, как контракт по этой сделке подписан. Это является условием получения импортером необходимой валюты из банка для оплаты импорта и увеличивает стоимость этой валюты по сравнению с ее прямой покупкой на свободном валютном рынке. В некоторых странах ЦБ или правительство напрямую распределяет иностранную валюту между импортерами в форме либо индивидуальных квот для каждой отдельной фирмы, либо генеральных квот, определяющих максимальный объем иностранной валюты, который правительство готово выделить для оплаты импорта в текущем году, полугодии, месяце и т.п. Ограничениями на платежи по текущим операциям могут также считаться различные административные требования, например такие, как необходимость получения предварительного разрешения ЦБ на осуществление платежа по импорту или на открытие импортного аккредитива. При платежах за услуги может также существовать еще более сложная система ограничений на международные платежи, которые также препятствуют конвертируемости национальной валюты по текущим операциям. Наиболее типичные среди них – ограничения на выплату командировочных в иностранной валюте, на переводы за рубеж зарплаты и дивидендов, на платежи процентов по внешнему долгу.

Все страны – члены МВФ, подписывая соглашение о вступлении в его ряды, обязуются в соответствии со статьей VIII соглашения (Устава) МВФ устранить все ограничения на осуществление международных платежей по текущим операциям.

В зависимости от существующего режима валютного курса конвертируемость по текущим операциям бывает жесткой (*hard*), когда национальная валюта имеет фиксированный курс по отношению к иностранной валюте, и мягкой (*soft*), когда национальная валюта имеет плавающий курс по отношению к иностранной валюте.

Несмотря на то что конвертируемость – финансовое понятие и относится прежде всего к международным платежам, она

не может существовать без либеральной торговой системы. Даже при отсутствии ограничений платежей наличие препятствий в международной торговле может сделать валюту неконвертируемой по текущим операциям. Если резидент не может свободно обменять национальную валюту на иностранную из-за существования усложненной системы лицензирования экспорта или импорта, количественных ограничений, запретительных тарифов или требований обязательной продажи валюты, полученной от экспорта, центральному банку, то национальная валюта не может считаться конвертируемой по текущим операциям.

- *Конвертируемость по капитальным операциям (capital account convertibility)* – отсутствие ограничений на платежи по операциям по финансовому счета платежного баланса, таким как прямые и портфельные инвестиции, кредиты и капитальные гранты.

Наиболее типичные формы таких ограничений – ограничение объектов прямых иностранных инвестиций отдельными отраслями, требование об обязательной репатриации прибыли национальными компаниями, инвестирующими за рубеж, требование сдавать или продавать иностранную валюту, полученную из-за рубежа, запрет на покупку резидентами иностранных ценных бумаг, ограничения на предоставление кредитов иностранцам и пр.

Конвертируемость по капитальным операциям не является требованием при вступлении страны в МВФ. Более того, ограничения по капитальным платежам считаются оправданными, особенно в странах с переходной экономикой, на период достижения необходимой макроэкономической стабилизации в целях препятствия нежелательному оттоку капитала, необходимого для финансирования реформ. Если страна использует в больших масштабах заемные ресурсы, то по согласованию с МВФ она может вводить ограничения на платежи по капитальным операциям, чтобы предотвратить утечку капитала. По мере устранения крупных макроэкономических дисбалансов переход к конвертируемости валюты по капитальным операциям становится все более желательным, особенно для тех стран, которые рассчитывают на существенный приток иностранного частного капитала.

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

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

Опыт развитых стран свидетельствует, что обычно переход к полной конвертируемости осуществляется в два этапа. На первом – страны обеспечивают конвертируемость по текущим операциям путем отмены ограничений на платежи в торговле товарами и услугами, устранения количественных ограничений во внешней торговле и снижения ставок импортного тарифа до весьма низкого уровня, унифицированных для большинства товарных групп. На втором – весьма длительном этапе введения конвертируемости по капитальным операциям, страны постепенно устраняют ограничения по платежам, связанным с прямыми и портфельными инвестициями, полностью либерализуют отток и приток капитала, который начинает двигаться вне и внутрь страны, подчиняясь только макроэкономическим закономерностям. Последний шаг наиболее труден. Предпринимая его, власти должны быть абсолютно уверены, что любые спекулятивные переливы капитала – как его отток из страны, так и его внезапный прилив – могут быть надежно прикрыты с помощью косвенных методов денежной политики, таких как операции на открытом рынке, и не будут оказывать разрушительного воздействия на экономику страны.

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

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

- *Внутренняя конвертируемость (internal convertibility)* – право резидентов покупать, иметь и совершать операции внутри страны с активами в форме валюты и банковских депозитов, деноминированных в иностранной валюте.

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

Например, в США, где законным средством платежа является доллар, ограниче-

ния на расчеты между резидентами в иностранной валюте отсутствуют. Банки могут принимать депозиты в иностранной валюте. Однако подавляющий объем платежей за американские товары внутри США осуществляется в долларах, хотя теоретически они могли бы осуществляться в йенах или марках, если бы продавец был готов их принять как средство платежа. Аналогичная ситуация наблюдается в большинстве других развитых государств.

В развивающихся странах и странах с возникающим рынком практически всегда имеются ограничения на внутреннюю конвертируемость. Например, резиденты могут открывать счета в иностранной валюте в местных банках, но процент по валютным депозитам выплачивать запрещено, или такие счета можно открывать только в уполномоченных на то коммерческих банках. Продажа товаров и услуг резидентам за иностранную валюту возможна, но только с разрешения ЦБ. Использовать валюту с валютных счетов можно только для оплаты импорта или покупки иностранных ценных бумаг. Предприятиям запрещено получать наличную валюту со своих валютных счетов. На осуществление конвертации сумм свыше определенной суммы банки должны получать разрешение ЦБ.

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

Внутренняя конвертируемость национальной валюты хотя и не обязательно, но может привести к возникновению параллельного обращения двух или нескольких валют на внутреннем рынке страны.

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

Параллельное обращение валют означает, что несмотря на то, что по закону единственным законным средством платежа является национальная валюта, эмитируемая государственным банком, валюты других стран, чаще всего американский доллар или евро, широко используются как резидентами, так и нерезидентами во внутреннем денежном обороте. Параллельное обращение может возникнуть и без официально введенной внутренней валютной конвертируемости просто как результат нелегального использования иностранной валюты для расчетов и платежей. Главной причиной возникновения параллельного обращения является высокая инфляция, в результате которой национальная денежная единица стремительно теряет свою покупательную способность и население стремится обезопасить свои сбережения и доходы путем превращения их в более стабильную иностранную валюту.

Параллельное обращение может иметь следующие конкретные формы:

- *Долларизация (dollarization)* – использование иностранной валюты в качестве средства обращения, единицы расчета и средства сбережения.
- *Валютное замещение (currency substitution)* – использование иностранной валюты только в качестве средства обращения.

На практике, однако, любое параллельное обращение нескольких валют называют либо долларизацией, либо валютным замещением, используя эти понятия как синонимы. Долларизация может рассматриваться как начальная стадия валютного замещения, когда масштабы

использования иностранной валюты еще не приобрели достаточного размаха, чтобы можно было говорить о замещении национальной валюты иностранной в государственном денежном обращении.

Во внутреннем денежном обращении иностранная валюта обычно используется как средство сбережения. Для того чтобы обезопасить свои сбережения в национальной валюте от обесценения, их конвертируют в иностранную. По мере развития инфляции, цены на многие товары, особенно такие дорогие, как недвижимость и потребительские товары длительного пользования, в национальной валюте приобретают большое количество нулей. Поэтому цены начинают квотировать в долларах или в неких условных единицах, равных доллару. Тем самым иностранная валюта приобретает и функцию средства расчета. Наконец, люди, уставшие носить с собой кипы обесцененных бумаг, называемых национальной валютой, начинают оплачивать товары и услуги в иностранной валюте, в результате чего она становится и средством обращения.

Наличная иностранная валюта может поступать в страну по нескольким каналам: ввозиться уполномоченными на то коммерческими банками, которые получают ее в зарубежных центральных банках путем снятия соответствующих сумм со своих депозитов в иностранной валюте в иностранных банках; привозиться туристами, экипажами самолетов и судов, командировочными; путем снятия наличной валюты с валютных счетов компаний и организаций под видом выплаты командировочных, премий, бонусов и т.п.; оплаты наличной валютой контрабанды наркотиков, оружия и пр.; перевода наличной валюты из-за рубежа работающими там гражданами данной страны; перевода наличной валюты на личные счета в результате занижения стоимости экспорта, завышения стоимости импорта или использования отличного от официального валютного курса.

Точно измерить масштабы параллельного обращения иностранных валют в тех странах, где оно существует, практически невозможно: параллельное обращение иностранной валюты не учитывается ни одной страной мира ни в рамках денежной статистики, ни в статистике движения капитала платежного баланса. Приблизительным показателем могут служить доля валютных депозитов в общем объеме широких денег (уровень долларизации), ввоз наличной валюты коммерческими банками и населением, расходы населения на покупку иностранной валюты. Предпринимались также попытки измерить изменения в размерах запасов наличной валюты, приходящихся на душу населения, в странах, чья валюта активнее всего вывозится за рубеж (прежде всего США).

В некоторых странах проводились статистические обследования предприятий и домашних хозяйств на предмет выяснения их запасов наличной иностранной валюты, которые не дали желаемых результатов из-за нежелания респондентов раскрывать такие данные. Наконец, высказываются предложения о создании международной системы учета каждой конкретной денежной купюры. Теоретически это возможно, поскольку каждая из них имеет серийный номер, однако технически пока неосуществимо в силу того, что ни техники, ни законодательной процедуры по этому поводу не существует ни в одной из стран. Поэтому уровень долларизации используется только как один из показателей параллельного обращения, который нетрудно вычислить по банковской статистике. Для полноты картины должны делаться поправки на обращение и запасы наличной валюты, которые не учтены статистически.

Параллельное обращение имеет свои плюсы и минусы. С одной стороны, разрешение операций с иностранной валютой в целом может способствовать облегчению социального бремени кризисного

и переходного периода, когда невозможно вложить стремительно обесценивающуюся национальную валюту в другие активы по причине просто их отсутствия или недоступности для рядового гражданина по цене. Депонирование средств в долларах позволяет сохранить часть индивидуальных сбережений, которые в последующем могут использоваться для производительных инвестиций или финансировать текущее потребление. Либерализация операций с иностранной валютой внутри страны также помогает привлечь иностранных инвесторов, которые оправданно опасаются риска обесценения валютного курса или внезапной девальвации и чувствуют себя более комфортно в операциях, деноминированных в долларах.

Однако, с другой стороны, параллельное обращение приводит к тому, что государственный бюджет теряет пошлину, которая взимается за печатание национальных денег и чеканку монет и достигает в некоторых странах существенной доли в доходах бюджета. Более того, параллельное обращение, особенно в крупных масштабах, может подорвать денежную политику правительства, которое не имеет контроля над той частью денежной массы, которая деноминирована в иностранной валюте, и лишь в весьма ограниченном масштабе может регулировать ее размеры через резервные требования к депозитам в иностранной валюте. На практике это означает, что в условиях долларизации экономики правительство может лишиться монетарных методов контроля за инфляцией, поскольку спрос на товары будет предъявляться не только за национальную валюту, но и за доллары, объем которых неизвестен.

Меры по сокращению и устранению параллельного обращения основаны на политике макроэкономической стабилизации, которая в развитых странах попросту сделает невыгодным использование иной валюты, кроме национальной, во внутреннем денежном обращении. Все остальные способы на деле будут неминуемо носить половинчатый характер и ограничивать внутреннюю конвертируемость национальной валюты. В числе таких мер, которые использовались многими странами в период стабилизации, – ограничение или запрещение использования иностранной валюты для внутренних платежей, ограничение или запрещение открытия счетов в иностранной валюте, введение высоких резервных требований для банков по депозитам в иностранной валюте, поддержание высокой процентной ставки по активам, деноминированным в национальной валюте, что сделает невыгодным держать их в иностранных валютах.

Техническим способом повышения привлекательности национальной валюты по сравнению с долларом является выпуск денежных купюр высокой деноминации, что избавит потребителя от необходимости пересчитывать ворох денег при совершении простейших платежей. Опыт других стран свидетельствует, что в странах, где, как в России, преобладают расчеты наличными, необходимо иметь в обращении купюры, по стоимости равные половине минимальной зарплаты. Необходимо отметить, что любые прямые запрещения на использование иностранной валюты неминуемо ведут к развитию черного рынка иностранной валюты, который в силу его гибкости практически невозможно контролировать полицейскими средствами. Поэтому косвенные методы вытеснения иностранной валюты через повышение привлекательности депозитов и иных активов в национальной валюте являются предпочтительными.

Золотой стандарт

Классификация валютных систем основывается на том, какой именно актив признается резервным, т.е. с помощью

какого актива можно урегулировать дисбалансы в международных платежах. По этому признаку международная валютная система прошла этапы, когда она была построена на жестких стандартах (наборах правил), принятых основными участниками – золотом стандарте (с перерывами между 1880–1931 гг.), золотовалютном стандарте (1944–1973 гг.). Современная валютная система (после 1973 г.) не основана на наборе жестких правил и поэтому не является стандартом.

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

При выборе золота, которое уже давно использовалось в качестве денег во многих странах, в качестве стандартной денежной единицы для международной валютной системы исходили из характеристик этого металла: относительная высокая стоимость, долговечность, неизменяемость при хранении, делимость и объединяемость, возможность простой идентификации по цвету, весу, степени ковкости, акустическим свойствам.

Золотому стандарту присущи следующие черты:

- *Правительства официально устанавливали цену, по которой они обязались по первому требованию обменять бумажные деньги на золото*. Это обязательство правительства обеспечивало доверие экономических агентов к бумажным деньгам, которые хотя и не имели собственной стоимости, но давали право получить взамен в любой момент золото – товар, имеющий собственную стоимость. Золото можно было купить за деньги в виде слитков определенного веса и пробы. Отсюда возникли названия некоторых валют, которые одновременно являются названиями мер веса (фунты, песо и пр.). Обмен бумажных денег на золото назывался конвертируемостью, и валюту, которая обменивалась на золото, стали называть конвертируемой.

- *Центральные банки подкрепляли свои национальные валюты запасами резервов золота, которые составляли некоторую долю от выпущенных в обращение бумажных денег*. Например, ЦБ мог напечатать бумажных денег не более чем на 40% стоимости золота в его резервах. Эта доля была разной от страны к стране и выполняла две важные функции. Во-первых, она позволяла гарантировать обмен денег на золото, поскольку предполагалось, что только некоторая часть держателей денег захочет обменять их на золото даже в случае кризиса доверия к национальной денежной единице. Во-вторых, она не позволяла ЦБ произвольно печатать бумажные деньги, ограничивая их объем имеющимся в запасах ЦБ золотом. В результате у ЦБ не было возможности финансировать дефициты бюджетов правительства путем простого печатания денег.

- *Экспорт и импорт золота разрешался без ограничении всеми частными и государственными организациями*. При золотом стандарте дефицит платежного баланса покрывался золотом. Однако, поскольку золотые резервы стран ограничены, любые дисбалансы должны быстро исправляться. На практике в период золотого стандарта дисбалансы международных расчетов покрывались не столько за счет перевозки золота, сколько за счет переливов краткосрочного капитала. Например, в Великобритании, испытывавшей дефицит платежного баланса в период золотого стандарта, денежная масса автоматически сжималась, в результате чего росли процентные ставки, способствовавшие привлечению краткосрочного капитала из-за рубежа, с помощью которого и финансировался дефицит.

Поскольку золотое содержание каждой валюты было зафиксировано властями каждой страны, проводившими политику золотого стандарта, валютные курсы национальных валют между странами также были фиксированными, что называлось монетным паритетом (*mint parity*). При расчетах между государствами, использующими золотой стандарт, возникли фиксированные обменные курсы валют на основе соотношения этих валют к единице массы золота. Валютные курсы могли колебаться вокруг монетного паритета в рамках золотых точек (*gold points*) на размер стоимости пересылки золота, эквивалента одной единице иностранной валюты, между двумя денежными центрами. В пределах золотых точек валютный курс определялся на основе спроса и предложения. В случае, если в результате обесценения валютный курс выходил за рамки золотых точек, начинался отток золота из страны, что возвращало курс на место. Размер оттока золота составлял отрицательное сальдо платежного баланса. Напротив, рост курса сдерживался притоком золота, который равнялся положительному сальдо платежного баланса страны.

Фиксированная система валютных курсов при золотом стандарте означала, что страны были не в состоянии контролировать свою денежную массу: при дефиците платежного баланса денежная масса сокращалась, что, исходя из количественной теории денег, вызывало падение цен, стимулируя экспорт и сокращая импорт до тех пор, пока баланс не восстанавливался. При положительном сальдо платежного баланса происходила обратная корректировка (*пример 5.1*).

Первый этап золотого стандарта (до начала первой мировой войны) был периодом экономической стабильности и быстрого роста в ведущих странах мира. Он был основан на том, что политическая

Пример 5.1. **Функционирование золотого стандарта**

Период золотого стандарта в международной валютной системе был периодом фиксированных валютных курсов. С 1837 по 1934 г. золотое содержание доллара было официально зафиксировано путем установления официальной цены на золото на уровне 20,672 долл. за унцию. По этой цене правительство покупало доллары в обмен на золото в неограниченном количестве. Только в период гражданской войны в США правительство отменило официальный размен доллара на золото, который позже был восстановлен по довоенному паритету. В то же время британское правительство установило официальную цену золота в размере 4,248 фунта стерлингов за унцию. Соотношение между ценой на золото, выраженной в долларах и фунтах, составляло $20,672/£4,248=4,87$/£. Это соотношение и было фиксированным курсом британского фунта к американскому доллару и называлось монетным паритетом.

Если курс фунта повышался сверх монетного паритета, английским коммерсантам становилось выгодно покупать золото в США, перевозить его в Англию, продавать там за фунты и обменивать фунты на большее, чем прежде, количество долларов, получая тем самым прибыль. Для США экспортировать золото в Англию становилось выгодно, если курс фунта поднимался выше монетного паритета. Аналогичным образом, если курс фунта падал ниже паритета, становилась выгодной обратная операция по импорту золота из США в Англию. Учитывая стоимость транспортировки золота через Атлантику, которая равнялась примерно 0,02 долл. за унцию, курс примерно 4,89 долл. назывался экспортной золотой точкой, тогда как курс примерно 4,85 долл. – импортной золотой точкой. Таким образом, валютный курс хотя и был практически фиксированным, но мог все же немного колебаться вокруг монетного паритета.

Окончание примера 5.1

В России свободная добыча и реализация золота была разрешена с 1812 г., однако реально свободно продавать золото в обход государства было невозможно. В 1897 г. министр финансов С. Витте провел денежную реформу, в основе которой было введение золотого стандарта: рубль был приравнен к 0,774234 г чистого золота.

Пытаясь повторить финансовую реформу Витте в начале 1920-х гг., правительство большевиков выпустило советский червонец. Обращение обеспеченных золотом денег продолжалось до апреля 1924 г., когда монеты были заменены казначейскими билетами в золотом исчислении, о котором, правда, довольно скоро забыли, поскольку в золото они не конвертировались.

В самом начале Первой мировой войны золотой стандарт распался, поскольку правительства не хотели более ограничивать количество выпускаемых бумажных денег, которые требовались для финансирования войны, размером золотых резервов. Валютные курсы стали сильно колебаться, что неминуемо сказывалось на мировой экономической стабильности.

С середины 1930-х гг., пытаясь первыми вырваться из депрессии, страны начали наперегонки девальвировать свои валюты. США при положительном сальдо платежного баланса девальвировали доллар путем увеличения долларовой стоимости унции золота с 20,65 до 35 долл. для форсирования экспорта и создания тем самым рабочих мест в экспортных отраслях и сокращения безработицы. Но из-за девальвации своих валют всеми странами ни одна из них не получила преимущества. Кроме того, защищаясь от иностранной конкуренции, страны начали поднимать импортные тарифы, вводить количественные ограничения, в результате чего международная торговля сократилась наполовину. Понимая, что безумному колебанию валютных курсов надо положить конец, в течение 1930-х гг. ведущие страны мира несколько раз собирались на международные конференции для согласования параметров реформы международной валютной системы, но ни одна из них не закончилась сколько-нибудь существенными результатами

ситуация в мире была относительно стабильной, государственные бюджеты были относительно небольшими, экономические циклы большинства стран совпадали, основные страны проводили рестриктивную денежную политику, инфляция была низкой. Мировая валютная стабильность зависела в основном от одной валюты – фунта стерлингов, а валютная политика определялась Лондоном – основным финансовым центром мира; механизм валютной корректировки, действовавший в основном на основе международных переливов краткосрочного капитала, работал без перебоев; наконец, в распоряжении всех стран мира было достаточно монетарного золота, необходимого для функционирования золотого стандарта. В период между первой и второй мировыми войнами, страны проводили преимущественно нескоординированную валютную политику, и единой валютной системы не существовало.

Золотовалютный стандарт

В разгар Второй мировой войны, подорвавшей экономику большинства стран мира, возникла острая необходимость в новой мировой валютной системе в послевоенный период, а также в создании организации, которая могла бы ею управлять. У истоков этой организации стояли США и Англия (*пример 5.2*).

Несмотря на то, что поначалу МВФ рассматривался самими его создателями как экспериментальная организация, очень быстро стало понятно, что на его базе в международной экономике возник

новый кодекс поведения стран, согласившихся придерживаться согласованных правил в валютно-финансовой сфере во имя достижения общих целей стабильности, роста и социального благополучия. Страны-члены предоставили МВФ право руководить достижением поставленных целей и снабдили его достаточными финансовыми ресурсами, необходимыми для исправления временно возникающих платежных дисбалансов.

Главными элементами Бреттон-Вудской валютной системы были следующие:

- введение унифицированной системы валютных курсов в соответствии с установленным паритетом – официально зафиксированным курсом валюты к золоту, другой валюте или валютному композиту;
- установление паритета валют к золоту, либо напрямую, либо косвенно через золотое содержание доллара США, зафиксированное на 1 июля 1944 г. в размере 0,88571 г чистого золота за 1 долл., или 35 долл. за унцию;
- обеспечение конвертируемости двух резервных валют (доллара США и фунта стерлингов) в золото по официальному курсу;

Пример 5.2. **Бреттон-Вудская конференция**

Дж. Кейнс и Г. Уайт на Бреттон-Вудской конференции, 1944 г.

После длительной подготовительной работы Конференция ООН по валютным и финансовым вопросам состоялась в 1944 г. в гостинице, названной по имени горного пика, находящегося неподалеку, в курортном местечке Бреттон-Вудс в американском штате Нью-Хэмпшир. Место было выбрано по настоянию тогдашнего министра финансов США Х. Моргентау и одного из сенаторов от штата Нью-Хэмпшир, предложившего Бреттон-Вудс. Всего в конференции участвовали представители 44 стран. Все они, включая СССР, подписали заключительный акт, из них 29 стран впоследствии подписали и Статьи соглашения МВФ.

Во главе делегации США стоял сотрудник министерства финансов Г. Уайт, британской делегации – Дж. Кейнс. Планы делегаций существенно различались. Кейнс предложил создать международный расчетный союз и международную расчетную единицу, называемую им «банкор», курс которой был бы привязан к золоту. Ее предполагалось использовать для многосторонних расчетов между членами расчетного союза. Страны, испытывавшие трудности с внешними платежами, могли бы получить от расчетного союза банкоры в размерах установленной для них кредитной квоты и заплатить ими по своей внешней задолженности. Количество банкоров, которыми могла располагать страна, чей платежный баланс имеет положительное сальдо, не ограничено. Хотя за предоставление банкоров страны получали бы процент от расчетного союза, а страны, получающие их, платили бы процент расчетному союзу, США опасались возникновения ситуации, особенно в послевоенные годы, когда они весьма скоро остались бы единственной страной, фактически оплачивающей счета всех остальных.

Окончание примера 5.2

Американская делегация предложила свой план, подготовленный сотрудником министерства финансов Г. Уайтом. В его основе лежала идея того, что все страны должны предоставить валюту и золото в резервный фонд, который будет использоваться для предоставления временной помощи странам, испытывающим трудности с платежным балансом. Главная задача такого фонда – обеспечение стабильности валютных курсов и стимулирование многосторонней торговли. Изначально страны, участвовавшие в Бреттон-Вудской конференции, согласились с планом Уайта и образовали МВФ, но позже МВФ эволюционировал, приобретя некоторые черты плана Кейнса, особенно после создания СДР, которая имела многие характеристики банкора.

В результате переговоров были заработаны цели МВФ, которые остались практически неизменными до сегодняшнего дня:

- содействие международному сотрудничеству путем создания постоянного форума для консультаций по международным валютным проблемам;
- содействие сбалансированному росту международной торговли, что будет способствовать росту производства и занятости;
- содействие стабильности валютных курсов, платежных соглашений и избежание конкурентной девальвации валют;
- содействие в организации многосторонней платежной системы по текущим операциям и устранению валютных ограничений;
- предоставление временного финансирования странам для урегулирования платежных дисбалансов, чтобы они могли избежать использования в этих целях средств, которые могут быть разрушительными для международной экономики;
- сокращение периода и размеров платежных дисбалансов стран-членов.

- поддержание рыночного валютного курса всех валют в пределах 1% отклонения в любую сторону от паритета;
- получение согласия МВФ на любое изменение курса, превышающее 10% отклонения от паритета.

По своему характеру Бреттон-Вудская валютная система была золотовалютной системой фиксированных валютных курсов. Смысл ее заключался в том, что, в отличие от золотого стандарта, только США зафиксировали цену своей валюты в количестве золота (35 долл. за унцию золота), которое США уже использовали внутри страны с 1934 г. Кроме того, США обязались по первому требованию обменивать доллары на золото в любых масштабах и без каких бы то ни было ограничений. Остальные страны должны были зафиксировать курсы своих валют к доллару по некоторому паритету (*par value*) и поддерживать этот курс в пределах 1% колебаний по отношению к паритету. В результате только США должны были поддерживать свои резервы в золоте, тогда как остальные страны могли иметь резервы в золоте, либо в долларах.

@ *Золотовалютный стандарт (gold exchange standard)* – международная валютная система, основанная на фиксированных паритетах валют к доллару США, который конвертируется в золото по фиксированному курсу.

Основными макроэкономическими характеристиками золотовалютного стандарта были следующие:

- Центральные банки должны были напрямую участвовать в валютном

рынке, увеличивая или сокращая предложение национальной валюты взамен на иностранную для поддержания фиксированных паритетов. Тем самым размер валютных резервов не находился под контролем ЦБ и зависел от сальдо платежного баланса страны в целом. Предполагаемая активная роль ЦБ отличала золотовалютный стандарт от золотого, где золото между странами перемещалось частными экономическими агентами и государства не брали на себя обязательств по осуществлению межстрановых поставок золота для выправления платежных дисбалансов.

- В отличие от золотого стандарта при золотовалютном стандарте страны сохраняли автономность монетарной политики. Количество денег, выпущенное в обращение Центральными банками, не привязывалось к количеству золота или долларов, находящихся в их резервах. Тем самым ЦБ могли увеличивать или сокращать предложение денег в целях макроэкономической политики, в том числе покупать государственные и частные долговые обязательства.
- При золотовалютном стандарте страны получили право вводить ограничение на платежи в иностранной валюте по текущим и финансовым операциям. Это было им необходимо для обеспечения возможности поддерживать соответствующий уровень валютных резервов для соблюдения фиксированных валютных курсов. В этом заключалось еще одно отличие от золотого стандарта, когда все участвующие страны неограниченно конвертировали свои национальные валюты в золото, а затем через золото конвертировали валюты между собой и использовали либо национальные валюты, либо золото для расчетов по текущим и финансовым операциям платежного баланса.
- Наконец, золотовалютный стандарт разрешил странам, под надзором МВФ, девальвировать курс своих валют, т.е. снижать их паритет по отношению к доллару.

В 1950–1960-е гг. система фиксированных валютных курсов работала успешно. США хранили в своих резервах до 75% мировых запасов золота и разменивали доллары на золото по первому требованию. Доллар превратился не только в резервную валюту наряду с золотом, но и валюту мировых расчетов.

Однако к середине 1960-х гг. система фиксированных курсов стала все меньше отвечать потребностям развивающейся международной экономики. Конкурентные позиции отдельных стран изменились, уровень инфляции в отдельных странах стал отличаться из-за различий во внутренней денежно-кредитной политике. В США возникли большие дефициты бюджета и платежного баланса. Многие страны отказывались своевременно пересматривать валютные курсы.

В 1968 г. главные промышленные страны разделили официальный и частный рынки золота, а в 1971 г. США официально прекратили конвертировать доллары в золото по официальному курсу. Стремясь спасти систему фиксированных валютных курсов, членам МВФ удалось договориться о расширении пределов колебаний курсов до 2,25% в каждую сторону от паритета. Эта договоренность продержалась около года, но затем также была отменена.

Современная валютная система

В начале 1970-х гг., когда стало ясно, что система фиксированных паритетов больше не отвечает интересам подавляющего большинства стран, был создан Комитет по реформе международной ва-

лютной системы в составе 20 стран (так называемый Комитет двадцати), в задачу которого входило формулирование принципов новой валютной системы, отвечающей потребностям стран в последней четверти XX века. В 1978 г. на заседании комитета на Ямайке были сформулированы основные принципы новой валютно-финансовой системы, закрепленные во второй поправке к Статьям соглашения МВФ.

На этих принципах основана международная валютная система и сегодня. Главными ее чертами являются следующие:

- Возникновение большого разнообразия режимов валютных курсов. Страны могут использовать любой режим валютного курса – от фиксированного до плавающего, и устанавливать его в одностороннем порядке или на основе многосторонних соглашений. Плавающие курсы формируются на валютном рынке на основе спроса и предложения. Развитые страны перешли в отношениях друг с другом на плавающие режимы валютного курса, тогда как многие развивающиеся страны продолжают придерживаться режима курса, фиксированного к валюте страны – главного торгового партнера.
- Демонетизация золота и отмена официальной цены золота. Всем экономическим агентам разрешается продавать и покупать золото как обычный товар по рыночным ценам. Рынок золота из основного денежного рынка превратился в обычный товарный рынок. Золото перестало играть роль официального средства платежа в международных расчетах.
- Признание де-факто существующих резервных валют и создание нового резервного актива. Резервными валютами считаются доллар США, английский фунт стерлингов, швейцарский франк, японская йена и евро. Специальные права заимствования (СДР) созданы как искусственный резервный актив, который можно использовать для формирования валютных резервов. Эмиссию СДР осуществляет МВФ.
- Устранение ограничений на осуществление платежей по текущему счету платежного баланса большинством стран (т.е. конвертируемость по текущему счету – *current account convertibility*), при поддержании многими странами ограничений на осуществление платежей по финансовому счету.
- Полномочие МВФ осуществлять надзор за валютными курсами и валютной политикой стран-членов. МВФ выполняет функции: (i) многостороннего и двустороннего надзора за экономической политикой; (ii) временного финансирования стран, находящихся в трудной платежной ситуации при условии проведении реформ для ее исправления; (iii) оказания технической помощи странам по макроэкономическим вопросам.
- Координация действий по регулированию международной валютной системы в трех основных формах: (i) через механизмы МВФ (систему многостороннего наблюдения за экономической политиков стран-членов); (ii) периодические консультации стран в рамках группы восьми (G8), группы 20 (G20) и других объединений; (iii) создание валютных зон как наиболее жесткой формы координации валютной политики.

Современная валютная система не является стандартом и несопоставима поэтому с золотым или золотовалютным стандартами, поскольку не подчиняется каким-либо жестким правилам функционирования. По своему характеру – это валютная система с комбинацией фикси-

рованных и плавающих валютных курсов, регулируемая в основном на двусторонней основе.

Валютные союзы

В условиях отсутствия единых принципов организации современной международной валютной системы некоторые страны предпочли более жесткую форму координации своей макроэкономической политики, заключив валютные союзы.

@ *Валютный союз (currency union)* – группа стран, создавшая общий Центральный банк, который имеет право проводить единую денежную и валютную политику и эмитировать единую валюту.

Страны – члены валютного союза сообща отказываются от национальных валют и вводят единую валюту, устраняя тем самым проблему обмена валют, либо устанавливают фиксированные валютные курсы между своими валютами. Режим валютного курса между странами, входящими в валютные союзы, классифицируется на базе соглашений о соответствующей валюте. В большинстве случаев такие страны относятся к валютному режиму без независимой национальной валютной единицы, поскольку страны, входящие в валютный союз, принимают общую валюту в качестве единого платежного средства (табл. 5.1)

В отношении стран, не входящих в валютную зону, Центральные банки валютных союзов могут применять различные режимы курса общей валюты. Обычно используются следующие режимы.

- Обычная фиксация (*conventional peg*) – режим, при котором курс национальной валюты законодательно зафиксирован по отношению к одной иностранной валюте или корзине иностранных валют. Например, курс франка КФА, общей валюты 14 стран Африки, водящих в два валютных союза, зафиксирован к евро.
- Валютное правление/совет (*currency board*) – режим валютного курса, при котором ЦБ валютной зоны обязуется обменивать национальную валюту на иностранную по фиксированному в законодательстве курсу и поддерживать объем национальной валюты в обращении равным объему резервов иностранной валюты при данном фиксированном курсе. Например, курс восточнокарибского доллара, единой валюты Восточно-карибского валютного союза, зафиксирован на принципах валютного правления (с покрытием денеж-

Таблица 5.1. **Валютные союзы**

	Еврозона	**Экономический и валютный союз Западной Африки**	**Экономический и валютный союз Центральной Африки**	**Восточно-карибский валютный союз**
Единая валюта	Евро	Франк КФА	Франк КФА	Восточно-карибский доллар
Режим курса единой валюты	Плавающий	Фиксированный к евро	Фиксированный к евро	Фиксированный к доллару США
Паритет	...	CFA 655,957=€1		EC$2,7 = $1
Общий центральный банк	ECO, Франкфурт (Германия)	BCEAO, Дакар (Сенегал)	BEAC Яунде (Камерун)	ECCB Бастер (Сен-Китс и Невис)

ной массы резервами иностранной валюты) в доллару США.

- Свободное плавание (*free floating*)— режим, при котором уровень валютного курса определяется на основании спроса и предложения на иностранную валюту. Например, курс евро, единой валюты Еврозоны, находится в режиме свободного плавания по отношению к другим валютам.

Макроэкономические последствия для страны от вхождения в валютный союз следующие:

- *Более эффективное выполнение деньгами своих функций*. Устранение транзакционных издержек, связанных с конвертацией валют, и валютных рисков. С точки зрения эффективности и простоты использования в качестве меры стоимости, средства расчетов, платежа и сбережения применение единой валюты значительно превосходит использование множества национальных валют. Международные расчеты в единой валюте между странами валютного союза устраняют риски неожиданного изменения валютного курса, неконвертируемости отдельных валют, неликвидности банков и другие валютные риски.

- *Повышение транспарентности цен и эффективности обмена*. В силу того, что все цены – товаров, услуг, труда (зарплаты) и капитала (процент) – устанавливаются в единой валюте, экономические агенты получают возможность прямого сравнения относительных цен между странами. В результате они получают возможность направлять ограниченные ресурсы в страны и отрасли, где их применение наиболее экономически эффективно.

- *Упрощение макроэкономического менеджмента*. Из четырех основных инструментов макроэкономической политики – бюджетного, монетарного, валютного курса и движения капитала – правительство страны, вступившей в валютный союз, должно сосредоточиться только на бюджетной политике. Монетарная политика, политика валютного курса и тесно связанная с ней политика движения капитала передается общему Центральному банку, который проводит политику в интересах всех стран-членов. Структурная политика (регулирование рынка труда, отдельных отраслей и пр.) также частично может быть передана союзным органам.

- *Потеря независимости монетарной валютной политики*. Страна, вошедшая в валютный союз, не может более самостоятельно девальвировать курс свой валюты или установить желаемый уровень процентной ставки. Поскольку монетарная и денежная политика устанавливается независимым региональным центральным банком страна может влиять только на политику, которая проводится в интересах союза в целом. Например, уровень процента региональный ЦБ устанавливает для всех стран союза и у каждой отдельной страны нет возможности его изменить. Также национальные правительства не могут использовать региональный ЦБ для финансирования дефицитов своих бюджетов. В случае возникновения шоков в одной из стран союза она вынуждена полагаться только на свою бюджетную и внутреннюю структурную политику в качестве инструмента разрешения возникших проблем.

- *Ограниченность автономности бюджетной политики союзными обязательствами*. Страна, вступившая в валютный союз, сохраняет самостоятельность бюджетной политики. Например, она может устанавливать размер дефицита, композицию налогов и приоритеты расходов в соответствии со своими национальными интересами. Однако эта автономность ограничена обязательствами, которые берет на себя страна в рамках валютного союза. Эти обязательства называются «критериями конвергенции» и включают

обычно несколько бюджетных критериев. Это, например, максимальный уровень бюджетного дефицита в процентах ВВП, максимальный размер государственного долга в процента ВВП, ненакопление бюджетных неплатежей, уровень расходов на зарплату в процентах от налоговых поступлений, уровень налогов в процентах ВВП и др.

• *Адаптация к экзогенном шокам только посредством бюджетной политики и гибкости цен*. В силу невозможности использования монетарных и валютных инструментов власти страны, например, для исправления потери ценовой конкурентоспособности и удорожания реального курса национальной валюты не могут девальвировать номинальный курс. В этом случае для сдерживания повышения реального курса, единственное, что они могут сделать – это ограничить рост внутренних цен по отношению к ценам стран-торговых партнеров. Это требует обеспечения гибкости всех цен в экономике, в том числе возможности замораживать или снижать зарплаты государственным служащим, и гибкости рынка труда, в том числе возможности увольнять наемных работников в случае снижения спроса на продукт их труда.

@ *Оптимальная валютная зона (optimal currency area)* – валютная зона, в которой преимущества введения единой валюты или фиксированных курсов внутри зоны перевешивают потери, возникающие в результате отказа от национальных валют, независимой валютной и денежной политики.

Для того чтобы валютная зона принесла наибольшие выгоды участвующим в ней странам, для ее создания требуются следующие предпосылки:

• *Большой объем торговли между странами зоны*. Обычно торговля стран союза между собой должна превышать их торговлю со странами, не входящими в союз. В этом случае экономия на устранении издержек конвертации валют будет существенной.

• *Высокая мобильность рабочей силы между странами союза*. Такая мобильность позволяет работникам быстро перемещаться из стран и отраслей с избыточными трудовыми ресурсами в страны и отрасли, испытывающие относительную нехватку трудовых ресурсов, частично компенсируя тем самым негативное воздействие шоков на рынок труда, которым подвергаются отдельные страны союза. Мобильность рабочей силы предполагает отсутствие необходимости получения виз на въезд, разрешения на работу, на приобретение жилья, взаимное признание дипломов об образовании, возможность получения пенсий и других социальных пособий независимо от страны проживания, а также отсутствие таких культурных барьеров как различия в языке.

• *Высокая мобильность капитала между странами*. Возможность беспрепятственного приобретения ценных бумаг, недвижимости и других активов внутри союза позволяет перераспределить потоки частного капитала в те страны, где их использование наиболее оптимально.

• *Высокая гибкость всех цен, включая зарплаты*. Страны валютной зоны должны быть в состоянии скорректировать уровень цен и зарплат в зависимости от возникающих шоков. Если, например, в силу шока внешнего спроса производство экспортных товаров сокращается, предприниматели должны иметь возможность либо сократить зарплаты работников либо уволить часть из них.

• *Скоординированная бюджетная политика между странами, включая систему управления рисками*. Страны валютной зоны должны как минимум иметь сравнимые и достаточно низкие уровни дефицита бюджета и размеры государственного долга в процентах от ВВП, а также

систему бюджетной поддержки стран-членов зоны в результате возникновения временных бюджетных дисбалансов.

• *Схожесть бизнес-цикла между странами союза*. Это условие требует, чтобы экономика стран союза была схожа по структуре и уровню развития. Шоки, поражающие страны союза, должны воздействовать на них примерно симметрично. Это позволит единому центральному банку в случае положительного воздействия шока проводить политику сдерживания внутреннего спроса во всех странах союза с целью избежать инфляции и, напротив, стимулировать внутренний спрос в случае отрицательного воздействия для поддержания производства.

• *Наличие единого ЦБ, имеющего функцию кредитора последней инстанции*. Использование единой валюты предполагает существование единого ЦБ, который эмитирует валюты и проводит единую денежную политику в рамках всего союза. Как и национальные ЦБ, единый ЦБ должен иметь полномочия кредитора последней инстанции (*lender of last resort*), т.е. предоставлять займы коммерческим банкам, имеющим системное значение и находящимся в критической ситуации (кризис ликвидности или банковская паника).

• *Сосредоточение резервов иностранной валюты в едином Центральном банке*. Эта предпосылка особенно важна для валютных союзов, которые фиксируют курс общей валюты к третьей валюты. Валютный союз должен иметь централизованные валютные резервы для поддержания курса региональной валюты фиксированным. Валютный союз имеет общий платежный баланс, отражающий его платежи со странами, не входящими в валютный союз, и его дефицит должен покрываться за счет общих валютных резервов. В случае профицита совокупного платежного баланса стран валютного союза валютные резервы Центрального банка увеличиваются, в случае дефицита – сокращаются. В зависимости от институциональных требований коммерческие банки должны в обязательном порядке конвертировать выручку в иностранной валюте в региональную валюту в ЦБ (как это, например, происходит в двух валютных союзах в Африке) или добровольно поддерживать депозиты в иностранной валюте в региональном ЦБ, поскольку по ним платится высокий процент. (как в Восточно-карибском валютном союзе). В случае плавающего курса региональной валюты по отношению к третьим валютам (евро) поддержание резервов в Центральном банке желательно на случай необходимости финансирования совокупного дефицита платежного баланса в чрезвычайных обстоятельствах (например, засуха одновременно во всех странах союза и необходимость массированного импорта продовольствия).

Специфическая валютная зона существует в Европе. Она эволюционировала от координации валютной политики стран ЕС через создание общей расчетной единицы – экю – и совместное установление валютных курсов к единой денежной политике и единой европейской валюте – евро. Краткая история создания еврозоны такова.

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

@ *Европейская валютная система (European monetary system)* – созданная странами – членами ЕС зона скоординированного плавания по отношению к доллару курсов национальных валют с целью обеспечения их большей стабильности.

Основными параметрами ЕВС были:

• Создание европейской валютной единицы – экю (*European Currency Unit, ECU*) – расчетной единицы, курс которой определяется как взвешенное среднее курсов стран – членов ЕС. Кредиты, по-

лучаемые странами в рамках единой сельскохозяйственной политики, так же как и в рамках других программ, бюджет ЕС и долги между странами ЕС деноминировались в экю.

• Ограничение колебаний курсов валют в пределах 2,25% в каждую сторону от согласованного центрального курса каждой валюты к экю. Великобритания на протяжении ряда лет не принимала участия в системе установления валютных курсов в рамках ЕВС и присоединилась к ней только в 1990 г. с условием, что фунт может колебаться в пределах 6% от центрального курса. После выхода Великобритании и Италии из ЕВС в 1993 г. пределы колебаний всех валют были расширены до 15%.

• Образование Европейского фонда валютного сотрудничества (*European Monetary Cooperation Fund*) – созданный за счет взносов международный фонд, занимающийся предоставлением временной финансовой поддержки странам-членам для финансирования дефицита платежного баланса и для осуществления расчетов по валютным интервенциям стран-членов в целях поддержки валютных курсов. Капитал фонда состоял из взносов членов согласно установленным квотам для каждого из них: на 20% из золота, оцененного по рыночной стоимости, и на 80% из долларов. Взамен его члены получили экю.

Механизм регулирования валютных курсов в рамках ЕВС назывался «змеей» в силу того, что курсы могли плавать только в ограниченных пределах. Если отклонение курса от центрального паритета достигало 75% установленного соглашением размера, страна должна была принять ряд мер по недопущению выхода курса ее валюты за установленные пределы. Чаще всего эти меры выражались в валютных интервенциях ЦБ с целью продажи национальной валюты, если курс ее повышался, и скупки национальной валюты, если курс ее нежелательно падал. При этом интервенции должны были проводиться симметрично как ЦБ страны, курс валюты которой укрепляется, так и ЦБ той страны, курс валюты которой падает по отношению к валюте первой страны.

В 1989 г. Комиссия европейских сообществ приняла решение о переходе к валютному и экономическому союзу стран – членов ЕС, который должен был произойти в три этапа. На первом, начавшемся в 1990 г., были полностью ликвидированы ограничения на движение капитала между странами ЕС и началось постепенное сближение ключевых макроэкономических показателей их экономик. На втором этапе, который начался на основе соглашения о Европейском союзе (Маастрихтское соглашение), в 1993 г., страны-члены пошли по пути дальнейшего углубления валютной интеграции на основе соглашения о конвергенции национальных экономик и создания механизма многостороннего наблюдения за этим процессом. На третьем этапе, начиная с 1999 г., была введена общая европейская валюта и образован Европейский центральный банк. Как только первые страны вступили в валютный союз, функции их центральных банков были переданы Европейскому ЦБ и страны, в нем участвующие, прекратили проводить денежную политику и передали эти функции ЕЦБ.

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

В основе перехода к единой валюте лежали следующие условия:

• *Введение требований конвергенции (convergence requirements*) – жестких показателей сближения хозяйств в области государственных финансов, долгосрочных процентных ставок и валютных кур-

сов, достижение которых сделает возможным переход к третьему этапу валютного союза. Чтобы претендовать на участие в валютном союзе, страна, согласно Маастрихтскому соглашению, должна отвечать следующим требованиям: ее бюджетный дефицит не должен превышать 3% ВВП, а валовый правительственный долг – 60% ВВП; инфляция потребительских цен не должна быть выше инфляции в трех странах-членах с наиболее низкой инфляцией более чем на 1,5 процентных пункта; процентные ставки по долгосрочным долговым ценным бумагам правительства не должны превышать более чем на 2 процентных пункта такие ставки в трех странах-членах с наиболее низкой инфляцией; страна должна придерживаться пределов колебаний курсов валют, установленных для ЕВС в течение двух лет перед присоединением к валютному союзу, и не подвергать свою валюту девальвации по собственной инициативе. Практически по каждому из этих пунктов в соглашении имелась оговорка, что показатель, характеризующий конвергенцию, должен быть стабилен на протяжении некоторого периода времени, любые отклонения от него должны носить временный характер.

- *Создание Европейского валютного института* (*European Monetary Institute*) – организации стран ЕС, ответственные за осуществление координации валютной политики между ними, подготовку создания Европейского центрального банка и разработку единой валютной политики.

- *Создание механизма надзора за экономической политикой*. Надзор осуществлял Совет ЕС по следующим основным направлениям: ежегодный анализ критериев конвергенции на предмет соответствия текущим реалиям; ежегодный анализ бюджетной ситуации стран-членов на предмет ее соответствия критериям конвергенции и предоставление конфиденциальных рекомендаций для обеспечения скорейшего их достижения; разработка совместно со странами программ конвергенции, их периодический анализ и пересмотр по мере надобности.

Решение о переходе к валютному союзу отражало политическое стремление стран ЕС укрепить многосторонние связи во имя достижения большей экономической, финансовой и валютной стабильности, что должно привести к стабилизации цен. Введение единой валюты стало кульминационным этапом развития валютного союза.

Этот переход происходил в три этапа. На первом – ЕЦБ начал проводить координированную денежную политику, что позволило определить уровень валютных курсов, которые были зафиксированы между странами к концу этого периода. Евро стал использоваться только как безналичная валюта, и все интервенции с целью поддержания курсов стали проводиться в евро. Второй этап продолжался с момента фиксации валютных курсов до изъятия из обращения национальных валют. На этом этапе безналичный евро обращался наряду с наличными национальными валютами, хотя все операции ЕЦБ осуществлялись только в евро. Наконец, на третьем этапе евро был выпущен в наличное обращение в виде банкнот и монет.

@ *Еврозона (Eurozone)* – валютный союз, объединяющий страны Европейского союза, официальной валютой которых является евро.

Евросистема (*Eurosystem*) включает ЕЦБ и ЦБ стран еврозоны. Денежно-кредитная политика Евросистемы определяется ЕЦБ, национальные ЦБ ее исполняют. Основная экономическая цель Евросистемы – стабильность цен. Вторичная цель – финансовая стабильность и финансовая интеграция. В отличие от Евросистемы, Европейская система Центральных банков состоит из ЕЦБ и ЦБ всех стран – членов ЕС, в том числе и тех, которые не используют евро.

РЕЗЮМЕ

1. Международная валютно-финансовая система представляет собой закрепленную в международных соглашениях форму организации валютно-финансовых отношений, функционирующих самостоятельно или обслуживающих международное движение товаров и факторов производства. Валютными элементами системы являются национальные валюты, условия их взаимной конвертируемости и обращения, валютный паритет, валютный курс и национальные и международные механизмы его регулирования. В качестве финансовых элементов системы выступают международные финансовые рынки и механизмы торговли конкретными финансовыми инструментами – валютой, ценными бумагами, кредитами. Механизмы международного финансирования – это ключевые элементы макроэкономической корректировки.

2. С точки зрения принадлежности валюты подразделяются на национальную и иностранную. Среди всех валют, обращающихся в мире, можно выделить резервные, свободно используемые и твердые валюты. Важнейшей характеристикой валют является степень их конвертируемости – способности резидентов и нерезидентов свободно и без ограничений использовать валюты в международных сделках. С точки зрения платежного баланса различают конвертируемость по текущим операциям, капитальным операциям и полную, а с точки зрения резидентов – внутреннюю и внешнюю. Внутренняя конвертируемость может стать причиной возникновения параллельного обращения валют – использования одной или нескольких иностранных валют в денежной системе государства наряду с национальной валютой, признаваемой законным платежным средством, которое может принять форму валютного замещения или долларизации.

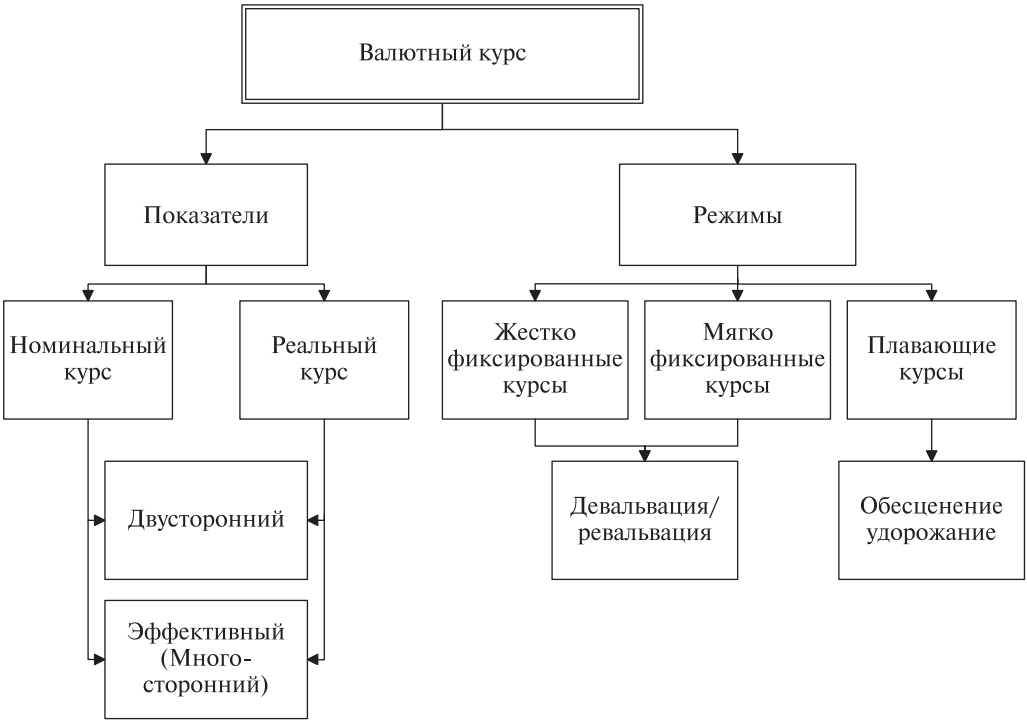
3. Классификация валютных систем основывается на том, какой именно актив признается резервным, т.е. с помощью какого актива можно урегулировать дисбалансы в международных платежах. Такими активами на протяжении разных периодов истории были золото; доллар, обратимый в золото по фиксированному курсу; любые валюты, принимаемые к международным платежам, но прежде всего свободно используемые валюты. Золотой стандарт основывался на официальном закреплении странами золотого содержания в единице национальной валюты с обязательством центральных банков покупать и продавать национальную валюту в обмен на золото. Золото-девизный стандарт основывался на официально установленных фиксированных паритетах валют к доллару США, который, в свою очередь, был конвертируемым в золото по фиксированному курсу. Главные черты современной валютной системы заключаются в следующем: страны могут использовать любой режим валютного курса по своему выбору – фиксированный или плавающий, установленный в одностороннем порядке или на основе многосторонних соглашений; МВФ имеет полномочия осуществлять надзор за развитием валютных курсов и соглашениями об их установлении; отменена официальная цена золота и ликвидирована его роль как официального средства платежа между МВФ и его членами; как дополнительный резервный актив созданы специальные права заимствования (СДР).

4. Европейская валютная система представляет собой созданную странами – членами ЕС зону скоординированного плавания по отношению к доллару курсов национальных валют с целью обеспечения их большей стабильности. Ее основными параметрами являются

ограничения колебаний курсов валют в каждую сторону от согласованного центрального курса каждой валюты к экю. Великобритания на протяжении ряда лет не принимала участия в системе. Европейская валютная единица (экю) – расчетная единица, курс которой определяется как среднее взвешенное курсов стран – членов ЕС. Экю была создана за счет взносов членов Европейского фонда валютного сотрудничества и использовалась для предоставления временной финансовой поддержки странам-членам в целях финансирования дефицита платежного баланса. На основе Маастрихтского соглашения к 1999 г. страны ЕС должны создать Европейский валютно-экономический союз, фактически перейти на новую стадию развития валютно-финансовой интеграции стран ЕС, предусматривающую переход к единой денежной политике, создание единого центрального банка и введение единой валюты. Переход осуществляется постепенно в рамках выполнения установленных требований конвергенции ключевых макроэкономических показателей, под руководством Европейского валютного института и под надзором со стороны Совета ЕС.

5. Валютный союз – группа стран, создавшая общий ЦБ, который имеет право проводить единую денежную и валютную политику и эмитировать единую валюту. В отношении стран, не входящих в валютную зону, ЦБ валютных союзов могут применять различные режимы курса общей валюты. Макроэкономические последствия для страны от вхождения в валютный союз заключаются в повышении эффективности выполнения деньгами своих функций, улучшении прозрачности цен и эффективности обмена, упрощении макроэкономического менеджмента. При этом страны теряют независимость при проведении монетарной валютной политики, а автономность их бюджетной политики ограничена союзными обязательствами. Оптимальная валютная зона – валютная зона, в которой преимущества введения единой валюты или фиксированных курсов внутри зоны перевешивают потери, возникающие в результате отказа от национальных валют, независимой валютной и денежной политики. Для возникновения оптимальной валютной зоны требуется ряд предпосылок: большой объем торговли между странами зоны, высокая мобильность рабочей силы и капитала между странами союза, гибкость всех цен, включая зарплаты, скоординированная бюджетная политика между странами, включая систему управления рисками, схожесть бизнес-цикла между странами союза и готовность создать единый ЦБ, имеющий функцию кредитора последней инстанции.

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Базовая валюта
Валюта котировки
Валютное правление
Валютные ограничения
Валютный союз
Девальвация
Деноминация
Жестко фиксированные курсы
Жестко фиксированные режимы
Косвенная котировка
Кросс курс
Курс покупки
Курс продажи
Множественная валютная практика
Независимое плавание
Номинальный валютный курс
Номинальный двусторонний валютный курс
Номинальный эффективный валютный курс
Обесценение
Обычная фиксация
Паритет
Плавающие режимы
Прямая котировка
Реальный валютный курс
Реальный эффективный валютный курс
Ревальвация
Скользящая фиксация
Удорожание
Управляемое плавание

6. Валютный курс

Валютный курс характеризуется показателями уровня и режимом. С точки зрения показателей уровня валютный курс бывает номинальным, реальным, двусторонним и многосторонним. С точки зрения режима – фиксированным, плавающим и промежуточным.

Понятие курса валюты

Основные понятия, относящиеся к валютному курсу и важные с точки зрения международной макроэкономики, следующие:

- *Национальная валюта* (*national currency*) – законное платежное средство для выпускающей ее страны (рубль для России, доллар для США, евро для Еврозоны).
- *Иностранная валюты* (*foreign currency*) – платежное средство других стран (доллары для России, евро для США, рубли для Германии).
- *Валютный курс* (*exchange rate*) – цена единицы валюты одной страны в валюте другой страны.
- *Котировка* (*rate, quotation*) – стоимость единицы одной валюты (базовой волюты), выраженная в единицах другой валюты (котируемой валюты). В обозначении торгуемой валютной пары (например, eur/usd) базовая валюта записывается первой, котируемая – второй.
- *Курс покупки* (*bid rate*) – цена, по которой можно купить единицу иностранной валюты, например, $1=Rub30.
- *Курс продажи* (*ask rate*) – цена, за которую можно продать единицу иностранной валюты, например, $1=Rub32.
- *Базовая валюта* (*base currency*) – валюта, которая стоит первой в названии валютной пары. Рассмотрим пример: дана валютная пара Eur/USD, в данном случае так как Euro стоит первой в названии, базовой валютой будет являться евро.
- *Валюта котировки* (*quote currency*) – валюта, которая стоит на втором месте в названии валютной пары, и в данной валюте выражается цена базовой валюты. Например, в паре Rub/USD =0,033 валютой котировки является доллар США и соответственно 1 рубль стоит 0,033 доллара.
- *Прямая котировка* (*direct quotation*) – цена единицы иностранной валюты в национальной валюте, например, для России $1=Rub30.
- *Косвенная котировка* (*indirect quotation*) – цена единицы национальной валюты в иностранной, например, для России Rub1=$0,033.
- *Кросс курс* (*cross rate*) – соотношение между двумя валютами на основании их курса к третьей валюте. Если $1=Rub30 и €1=Rub40, то €1=40/30=$1,33.
- *Паритет* (*parity*) – законодательно закрепленный курс. Например, в 14 франкофонных странах Западной Африки курс национальной валюты, франка CFA, фиксирован к евро по паритету 1€=656FCFA. Изменить этот паритет можно только решением совета министров всех франкофонных стран по согласованию с Европейским центральным банком.
- *Деноминация* (*denomination*) – номинальная стоимость денежных знаков или изменение их номинальной стоимости. Купюра в с надписью 100 рублей имеет номинальную стоимость в 100 рублей. В ходе деноминации происходит обмен старых денежных знаков на новые, имеющие, как правило, меньший номинал. Например, деноминация всех денежных знаков может быть понижена в 100 раз и 100 рублей станет 1 рублем.

Необходимо отметить несколько практически важных положений, касающихся валютного курса. Прямая и косвенная котировки эквиваленты и обратны друг

другу, $30Rub / 1\$ = \frac{1}{30}\$ / Rub$. Обычно более дорогая валюта берется в качестве знаменателя дроби, например $30Rub = 1\$$, но $1{,}5\$ = £1$. Некоторые пары валют близки по цифровому значению и направления котировки могут меняться. Например, евро было введено по курсу $1,18$=1€, потом упало до 0,84$=1€ (и в этот момент стало котироваться как 1,19€=1$), но затем выросло до 1,44$=1€. Однако, поскольку евро было введено как более дорогая валюта по отношению к доллару, чаще всего его котировки показываются в долларах за одно евро.

Курс может быть плавающим и фиксированным. Оба могут изменяться: плавающий в силу колебаний спроса предложения на национальную и иностранную валюту, фиксированный – при изменении фиксированного паритета по решению уполномоченных на это органов власти. Курс может изменяться при изменении цены иностранной валюты в национальной и, что то же самое, изменении цены национальной валюты в иностранной. Соответственно, когда речь идет об изменении курса, необходимо уточнять, о какой валюте (национальной или иностранной) и способе котировки (прямой или косвенной) идет речь. Например, для России рубль – национальная валюта, доллар – иностранная. Соответственно, утверждение, что курс рубля растет по отношению к доллару, равнозначно утверждению, что курс доллара падает по отношению к рублю.

Сложности интерпретации возникают в связи с тем, что при наиболее распространенной прямой котировке (количество единиц национальной валюты за единицу иностранной, $1=Rub30) рост цены иностранной валюты в национальной валюте (например, до $1=Rub35) означает обесценение национальной валюты. Поэтому в международной макроэкономике обычно принято использовать более интуитивные косвенные котировки (количество единиц национальной иностранной валюты за единицу национальной, Rub1=$0,033). В этом случае рост цены рубля в долларах означает удорожание рубля. Поскольку в большинстве случаев основная задача макроэкономического анализа заключается в определении положения национальной, а не иностранной, валюты, то такой подход оправдан.

В целом при плавающем валютном курсе и косвенной котировке изменение цены национальной валюты в иностранной валюте может означать:

- *обесценение* (*depreciation*) – падение цены единицы национальной валюты в иностранной валюте. Например, обесценение рубля с Rub1=$0,033 до Rub1=$0,030.
- *удорожание* (*appreciation*) – рост цены единицы национальной валюты в иностранной валюте. Например, вздорожание рубля с Rub1=$0,033 до Rub1=$0,038.

При фиксированном валютном курсе и косвенной котировке изменение цены национальной валюты в иностранной валюте есть:

- *девальвация* (*devaluation*) – административное решение о снижение цены национальной валюты в иностранной валюте. Например, снижение в 1994 г. путем административного решения паритета франка CFA (национальной валюты) по отношению к французскому франку (иностранной валюты) с CFA1=F0,02 до CFA1=F0,01.
- *ревальвация* (*revaluation*) – административное решение о повышении цены национальной валюты в иностранной валюте. Например, если бы Франция и страны франкофонной Африки решили бы провести ревальвацию франка CFA в два раза, то они изменили бы паритет франка CFA по отношению к французскому франку с CFA1=F0,02 до CFA1=F0,04.

Понятия обесценения и девальвации курса национальной валюты часто используются как синонимы и взаимозаменяемые термины. В то время, как экономический смысл их близок, разница также весьма существенна. При плавающем режиме валютного курса Центральный банк может обесценить или снизить курс национальной валюты только косвенными методами, покупая иностранную валюту за национальную и нагнетая тем самым количество национальной валюты в обращении. Воздействие на курс зависит от соотношения рыночного спроса и предложения на национальную и иностранную валюты, и конечный уровень снижения курса не гарантирован. При фиксированном курсе Центральный банк может просто объявить новый пониженный паритет и начать обменивать национальную валюту на иностранную по этому паритету, тем самым девальвировав национальную валюту точно на желаемую величину.

Если предметом изучения является курс иностранной, а не национальной, валюты, то используются обычно их прямые котировки, и приведенные выше определения направлений изменения курсов меняются на противоположные. Так, если котировка доллара меняется с $1=Rub30 до $1=Rub35, происходит удорожание доллара, но обесценение рубля. Аналогично, изменение курса с $1=Rub30 до $1=Rub25, означает падение курса доллара, но удорожание рубля.

Девальвацию не следует путать с деноминаций. При девальвации цена национальной валюты в иностранной снижается; при деноминации она остается прежней, просто более крупные купюры заменяются на более мелкие. Например, в результате деноминации национальная купюра в 100 денежных единиц может быть заменена на купюру в 1 денежную единицу. Курс и первой и второй к иностранной валюте останется неизменным. Разумеется, при деноминации в 100 раз, все цены должны быть понижены также в 100 раз.

Наконец, при фиксированном режиме курса устанавливается его соотношение только к одной валюте (чаще всего к доллару или евро) или корзине валют (например, СДР), а курс по отношению к другим валютам определяется через их соотношение к доллару, евро или композиту, т.е. через кросс курсы.

Показатели валютного курса

В аналитических целях используются несколько расчетных показателей валютного курса: номинальный валютный курс, номинальный эффективный валютный курс, реальный валютный курс и реальный эффективный валютный курс. Как было отмечено выше, для обеспечения большей интуитивности представления этих агрегатов чаще всего используется косвенная котировка. Рост числового показателя курса будет означать удорожание или ревальвацию национальной валюты, а его снижение – ее обесценение или девальвацию.

@ *Номинальный двусторонний валютный курс* (*nominal bilateral exchange rate,* NER_{hf}) – количество единиц иностранной валюты ($currency_{foreign}$, C_f), за которое можно купить единицу национальной валюты ($currency_{home}$, C_h),

$$NER_{fh} = \frac{C_f}{C_h}.$$

Эволюция номинального валютного курса может показываться как соотношение двух валют (например, Rub1=$0,033) и как индекс, если взять некоторый год за базовый и приравнять курс на тот год к 100 (например, 2000=100, 2001=105, 2002=109 и т.д.).

Поскольку большая часть стран мира (за некоторым исключением стран-чле-

нов валютных союзов, которые имеют общую валюту) располагают собственной валютой, Центральный банк устанавливает номинальный двусторонний валютный курс национальной валюты по отношению к каждой их них. Например, Банк России ежедневно устанавливает двусторонние курсы рубля по отношению к более чем 30 валютам, в числе которых австралийский доллар, азербайджанский манат, армянский драм, белорусский рубль, болгарский лев, бразильский реал, венгерский форинт, датская крона, евро, индийская рупия, доллар США и другие.

В условиях, когда курс национальной валюты определяется на валютном рынке, в течение одного и того же периода национальная валюта может обесцениться к одной иностранной валюте, но подорожать по отношению к другой валюте. Например, рубль может вздорожать по отношению к доллару, но одновременно обесцениться по отношению к евро. Эта динамика может зависеть как от положения рубля по отношению к каждой из этих валют, так и просто отражать взаимную динамику доллара и евро. Соответственно, для определения тенденции изменения курса рубля, необходимо принять во внимание движение его двусторонних курсов по отношению если не ко всем валютам, то, как минимум, к валютам основных торговых партнеров.

@ *Номинальный эффективный валютный курс* (*nominal effective exchange rate, NEER*) – 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.

Как и в случае рынка товаров, когда важно определить изменения уровня цены не одного товара, а всех товаров вместе (инфляцию), *NEER* позволяет установить изменение курса национальной валюты не к какой-либо определенной иностранной валюте, а ко всем валютам одновременно. Статистическое взвешивание движений курса по удельному весу соответствующих стран в торговом обороте анализируемой страны важно также и для того, чтобы большие изменения курса к валюте страны, чей торговый оборот с анализируемой страной незначителен, не повлияли бы на рассчитываемый индекс сильнее, чем небольшое изменение курса по отношению к валюте страны, которая является главным торговым партнером.

Расчет *NEER* включает несколько этапов (*пример 6.1*):

- Рассчитывается индекс номинального двустороннего валютного курса (NER_{fh}) между национальной валютой и валютой каждой страны – торгового партнера, приравняв год, избранный за базовый, к 100.
- Рассчитывается относительный вес (w) каждой 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

$$w_f = \frac{X_f + IM_f}{X_{total} + IM_{total}},$$

так что сумма весов всех стран – торговых партнеров будет равняться единице ($w_1 + w_2 + w_3 + ... + w_n = 1$).

- Перемножается индекс на вес каждой страны ($w_f \times NER_{fh}$).
- Суммируются результаты по всем странам $NEER = \sum_{i=1}^{n} w_f \times NER_{fh}$. Поскольку индекс *NEER* обычно используется для измерения уровня конкурентоспособности, он должен агрегировать двусторонние индексы курса национальной валюты по отношении к валютам всех стран, с которыми данная страна имеет торговые связи. Однако это не всегда

Пример 6.1. **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 национальной валютой является доллар США, основным 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.

А. Двусторонние курсы доллара США к индивидуальным валютам

Месяц	Euro/$	Can$/$	Yen/$	Peso/$	Yuan/$	Pound/$	$/Other
Декабрь	1,12	1,58	132,68	9,16	8,28	0,69	1,00
Январь	1,13	1,60	132,68	9,16	8,28	0,70	1,00
Февраль	1,15	1,60	133,64	9,11	8,28	0,70	1,00
Март	1,14	1,59	131,06	9,06	8,28	0,70	1,00
Апрель	1,13	1,58	130,77	9,17	8,28	0,69	1,00
Май	1,09	1,55	126,38	9,51	8,28	0,69	1,00
Июнь	1,05	1,53	123,29	9,77	8,28	0,67	1,00
Июль	1,01	1,55	117,90	9,78	8,32	0,64	1,00
Август	1,02	1,57	118,99	9,84	8,32	0,65	1,00
Сентябрь	1,02	1,58	121,08	10,07	8,32	0,64	1,00
Октябрь	1,02	1,58	123,91	10,09	8,34	0,64	1,00
Ноябрь	1,00	1,57	121,61	10,20	8,34	0,64	1,00
Декабрь	0,98	1,56	121,89	10,23	8,34	0,63	1,00

В. Индексы курса доллара США к индивидуальным валютам

Месяц	Euro/$	Can$/$	Yen/$	Peso/$	Yuan/$	Pound/$	$/Other
Декабрь	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Январь	100,9	101,3	100,0	100,1	100,0	100,6	100,0
Февраль	102,4	101,1	100,7	99,4	100,0	101,3	100,0
Март	101,7	100,6	98,8	99,0	100,0	101,3	100,0
Апрель	100,6	100,2	98,6	100,1	100,0	99,9	100,0
Май	97,2	98,2	95,3	103,9	100,0	98,7	100,0
Июнь	93,2	97,0	92,9	106,7	100,0	97,1	100,0
Июль	89,7	97,9	88,9	106,8	100,6	92,6	100,0
Август	91,1	99,4	89,7	107,4	100,6	93,8	100,0
Сентябрь	90,9	99,8	91,3	110,0	100,6	92,6	100,0
Октябрь	90,8	99,9	93,4	110,2	100,8	92,5	100,0
Ноябрь	89,0	99,5	91,7	111,3	100,8	91,7	100,0
Декабрь	87,4	98,8	91,9	111,7	100,8	90,9	100,0

Окончание примера 6.1

C. Относительный вес торгового партнера во внешней торговле США

Месяц	Еврозона	Канада	Япония	Мексика	Китай	Англия	Другие	Проверка
Веса	0,174	0,170	0,121	0,106	0,090	0,044	0,295	***1,000***

D. Расчет номинального эффективного курса доллара США

Месяц	Еврозона	Канада	Япония	Мексика	Китай	Англия	Другие	NEER
Декабрь	17,4	17,0	12,1	10,6	9,0	4,4	29,5	100,0
Январь	17,6	17,2	12,1	10,6	9,0	4,4	29,5	100,4
Февраль	17,9	17,2	12,2	10,5	9,0	4,5	29,5	100,7
Март	17,7	17,1	11,9	10,5	9,0	4,5	29,5	100,2
Апрель	17,5	17,0	11,9	10,6	9,0	4,4	29,5	100,0
Май	17,0	16,7	11,5	11,0	9,0	4,3	29,5	99,0
Июнь	16,3	16,5	11,2	11,3	9,0	4,3	29,5	98,0
Июль	15,6	16,6	10,7	11,3	9,1	4,1	29,5	96,9
Август	15,9	16,9	10,8	11,4	9,1	4,1	29,5	97,7
Сентябрь	15,9	16,9	11,0	11,6	9,1	4,1	29,5	98,1
Октябрь	15,8	17,0	11,3	11,6	9,1	4,1	29,5	98,4
Ноябрь	15,5	16,9	11,1	11,8	9,1	4,0	29,5	97,9
Декабрь	15,3	16,8	11,1	11,8	9,1	4,0	29,5	97,5
Изменение	–12,6	–1,2	–8,1	11,7	0,8	–9,1	0,0	–2,5

Таблица A включает месячные данные о двусторонних валютный курсах доллара, рассчитанные как среднее арифметическое за месяц. Все курсы, традиционно публикуемые в прямой котировке, пересчитаны в косвенную (количество иностранной валюты за 1 доллар).

Таблица B представляет собой те же данные, пересчитанные в форму индекса. Декабрь прошлого года принят за 100, это 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 12,6% по отношению к евро, на 8,1% по отношению к йене, на 9,1% по отношению к английскому фунту, но вырос на 11,7% по отношению к мексиканскому песо и 0,8% по отношению к китайскому юаню.

Таблица C содержит данные о 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 также является индексом, номинальным эффективным валютным курсом. Он показывает, что несмотря на существенное обесценение доллара к евро, фунту и йене (на почти что 10% в каждом случае), его эффективное обесценение по отношению к валютам всех торговых партнеров составило только 2,5%.

возможно из-за отсутствия временных данных по двусторонним курсам сопоставимой длины.

@ *Реальный валютный курс* (*real exchange rate,* RER_{hf}). Существуют три его определения:

- номинальный двусторонний валютный курс, скорректированный с учетом изменения цен в анализируемой стране (P_h) и в стране валюты котировки (P_f);
- соотношение цены корзины товаров в одной стране к цене корзины тех же товаров в другой стране;
- соотношение цены корзины торгуемых товаров (цена которых считается равной мировой) и неторгуемых товаров в данной стране.

Используя первое определение, если номинальный валютный курс выражен как количество единиц национальной валюты за единицу иностранной – $0,033 (иностранная валюта) за Rub1 (национальная валюта) – *RER* национальной валюты вычисляется следующим образом (*пример 6.2*).

$$RER = \frac{P_h \times NER_{fh}}{P_f}.$$

RER может изменяться в связи с изменением каждого из компонентов этой формулы. *RER* может расти по многим причинам, например вследствие:

- роста инфляции в анализируемой стране P_h, при том что инфляция в стране – валюты котировки P_f и NER_{fh} остаются неизменными;
- сокращения инфляции в стране с валютой котировки P_f, при том что P_h и NER_{hf} остаются неименными;
- удорожания или ревальвации (роста числового значения) курса национальной валюты NER_{fh}, при том что P_h и P_f остаются неименными;
- роста инфляции в анализируемой стране P_h более высокими темпами, чем за рубежом P_f, при неизменном NER_{fh};
- роста P_h и P_f одинаковыми темпами при росте NER_{fh};
- роста P_h и NER_{hf} темпами, превышающими темпы роста P_f.

Причины падения *RER* противоположны причинам его роста.

@ *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 в целом анализируемой страны.

В качестве индекса цен в развитых странах используется 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*) и стоимость единицы экспорта (*export unit value*). Наиболее подходящим индексом является нормализованная цена единицы труда, которая отражает динамику зарплат в производственном секторе, одного из основных ресурсов, потребляемых при производстве экспортных товаров. Однако индекс нормализованной цены единицы труда рассчитывается только в некоторых развитых странах, тогда как практически все страны пользуются индексом потребительских цен, который, соответственно, чаще всего и применяется для расчета *REER*, поскольку он включает внутренние цены на импортные товары, потребляемые в стране (*пример 6.3*).

Расчет *REER*:

- Рассчитываются двусторонние реальные валютные курса для валюты каждого торгового партнера с использованием формулы

$$RER = \frac{P_h \times NER_{fh}}{P_f}.$$

Пример 6.2. **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.

Месяц	CPI		$/Rub	
	Россия	США	NER	RER
Декабрь	100,0	100,0	100,0	100,0
Январь	103,1	100,2	98,8	101,6
Февраль	104,3	100,6	97,7	101,3
Март	105,4	101,2	96,9	100,9
Апрель	106,6	101,8	96,5	101,1
Май	108,4	101,8	96,3	102,6
Июнь	109,0	101,8	95,8	102,6
Июль	109,8	101,9	95,5	102,9
Август	109,9	102,3	95,4	102,5
Сентябрь	110,3	102,4	98,3	105,8
Октябрь	111,5	102,6	97,7	106,2
Ноябрь	113,4	102,6	97,2	107,4
Декабрь	114,4	102,4	96,7	108,0

В данном примере используется среднемесячный курс доллара к рублю и индексы потребительских цен (CPI) России и США. Все данные пересчитаны в форму индекса с одной базой: декабрь прошлого года=100.

Инфляция в России за год (декабрь по декабрь) составила 14,4%, тогда как в США – 2,4%. Номинальный курс рубля за этот же период обесценился на 3,3%. Рост *RER* рубля за год составил 8%. Причиной стал рост внутренних цен в России темпами, превышающими совокупные темпы роста цен в США, и падение номинального курса рубля.

$$RER = \frac{1{,}144 \times 0{,}97}{1{,}024} = 1{,}08.$$

Другой пример. Во Франции и Швейцарии инфляция примерно одинаковая и составляет 1,5%. При этом номинальный курс швейцарского франка повысился по отношению к евро на 6,6%. В результате рост *RER* франка составил также 6,4%.

$$RER = \frac{1{,}015 \times 1{,}064}{1{,}015} = 1{,}064.$$

Инфляция в Азербайджане составила 30%, при этом курс маната по отношению к доллару снизился с 3000 до 3600 за 1 доллар США. Инфляция в США не превышала 3,5%. Учитывая 20-процентное обесценение маната, его *RER* курс практически не изменился:

$$RER = \frac{1{,}3 \times 0{,}80}{1{,}035} = 1{,}005.$$

Пример 6.3. **Расчет реального эффективного валютного курса доллара США**

Продолжая пример 6.1, для расчета *REER* необходимо иметь данные о двусторонних курсах национальной валюты к валютам стран – основных торговых партнеров. В данном примере 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 низменными для простоты иллюстрации.

А. Индексы номинального курса доллара США к индивидуальным валютам

Месяц	$/Euro	US$/Can$	$/Yen	$/Peso	$/Yuan	$/Pound	$/Other
Декабрь	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Январь	99,1	98,7	100,0	99,9	100,0	99,4	100,0
Февраль	97,7	98,9	99,3	100,6	100,0	98,7	100,0
Март	98,4	99,4	101,2	101,0	100,0	98,7	100,0
Апрель	99,4	99,8	101,5	99,9	100,0	100,1	100,0
Май	102,9	101,8	105,0	96,3	100,0	101,3	100,0
Июнь	107,3	103,1	107,6	93,8	100,0	102,9	100,0
Июль	111,5	102,1	112,5	93,6	99,4	108,0	100,0
Август	109,8	100,6	111,5	93,1	100,0	106,6	100,0
Сентябрь	110,0	100,2	109,6	90,9	100,0	108,0	100,0
Октябрь	110,1	100,1	107,1	90,7	100,0	108,1	100,0
Ноябрь	112,4	100,5	109,1	89,8	100,0	109,0	100,0
Декабрь	114,4	101,3	108,9	89,6	100,0	110,1	100,0

В. Индекс потребительских цен

Месяц	Еврозона	Канада	Япония	Мексика	Китай	Англия	Другие	США
Декабрь	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Январь	100,5	100,3	99,8	100,9	100,9	99,9	100,0	100,2
Февраль	100,5	100,9	99,3	100,9	101,8	100,2	100,0	100,6
Март	101,1	101,6	99,5	101,4	102,7	100,6	100,0	101,2
Апрель	101,6	102,2	99,8	101,9	103,6	101,3	100,0	101,8
Май	101,7	102,3	100,1	103,1	104,5	101,6	100,0	101,8
Июнь	101,7	102,7	100,0	104,6	105,4	101,6	100,0	101,8
Июль	101,6	103,2	99,6	105,9	106,3	101,4	100,0	101,9
Август	101,9	103,6	99,9	107,3	107,2	101,7	100,0	102,3
Сентябрь	102,9	103,6	99,9	108,7	108,1	102,4	100,0	102,4
Октябрь	103,2	104,0	99,7	110,0	109,0	102,6	100,0	102,6
Ноябрь	104,5	104,2	99,7	111,4	109,9	102,8	100,0	102,6
Декабрь	105,7	104,9	99,8	112,7	110,8	102,9	100,0	102,4

Продолжение примера 6.3

C. Индексы цен США по отношению к их торговым партнерам

Месяц	Еврозона	Канада	Япония	Мексика	Китай	Англия	Другие
Декабрь	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Январь	99,8	100,0	100,4	99,3	99,3	100,3	100,2
Февраль	100,1	99,8	101,3	99,8	98,8	100,4	100,6
Март	100,1	99,6	101,7	99,8	98,5	100,6	101,2
Апрель	100,1	99,6	102,0	99,8	98,2	100,4	101,8
Май	100,0	99,4	101,7	98,7	97,4	100,1	101,8
Июнь	100,1	99,2	101,8	97,3	96,6	100,2	101,8
Июль	100,4	98,8	102,3	96,2	95,9	100,5	101,9
Август	100,3	98,7	102,4	95,3	95,4	100,5	102,3
Сентябрь	99,5	98,9	102,5	94,3	94,8	100,0	102,4
Октябрь	99,4	98,7	102,9	93,3	94,1	100,0	102,6
Ноябрь	98,2	98,4	102,9	92,1	93,4	99,8	102,6
Декабрь	96,9	97,6	102,6	90,8	92,4	99,5	102,4

D. Индексы двусторонних реальных валютных курсов

Месяц	$/Euro	US$/Can$	$/Yen	$/Peso	$/Yuan	$/Pound	$/Other
Декабрь	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Январь	100,7	101,3	100,4	99,4	99,3	100,9	100,2
Февраль	102,4	100,9	102,1	99,2	98,9	101,7	100,6
Март	101,8	100,2	100,5	98,8	98,5	101,8	101,2
Апрель	100,7	99,8	100,5	99,9	98,2	100,3	101,8
Май	97,2	97,6	96,8	102,5	97,4	98,9	101,8
Июнь	93,3	96,2	94,6	103,8	96,6	97,3	101,8
Июль	90,0	96,7	90,9	102,7	96,4	93,0	101,9
Август	91,4	98,1	91,8	102,4	95,4	94,3	102,3
Сентябрь	90,5	98,7	93,6	103,7	94,8	92,6	102,4
Октябрь	90,3	98,6	96,1	102,8	94,1	92,5	102,6
Ноябрь	87,4	98,0	94,3	102,6	93,4	91,6	102,6
Декабрь	84,7	96,3	94,2	101,4	92,4	90,4	102,4

E. Относительный вес торгового партнера во внешней торговле США

	Евро зона	Канада	Япония	Мексика	Китай	Англия	Другие	Проверка
Веса	0,174	0,170	0,121	0,106	0,090	0,044	0,295	1,000

Окончание примера 6.3

F. Расчет реального эффективного курса доллара США

	Евро зона	Канада	Япония	Мексика	Китай	Англия	Другие	REER
Декабрь	17,44	16,97	12,07	10,57	9,05	4,40	29,50	100,0
Январь	17,56	17,19	12,12	10,50	8,99	4,44	29,57	100,4
Февраль	17,87	17,12	12,32	10,48	8,94	4,48	29,69	100,9
Март	17,75	17,00	12,12	10,44	8,92	4,49	29,85	100,6
Апрель	17,57	16,93	12,13	10,56	8,89	4,42	30,02	100,5
Май	16,96	16,57	11,68	10,83	8,81	4,35	30,02	99,2
Июнь	16,27	16,32	11,42	10,97	8,74	4,29	30,04	98,0
Июль	15,71	16,41	10,97	10,86	8,72	4,10	30,07	96,8
Август	15,94	16,64	11,08	10,82	8,63	4,15	30,17	97,4
Сентябрь	15,78	16,74	11,29	10,96	8,57	4,08	30,22	97,6
Октябрь	15,75	16,74	11,60	10,87	8,52	4,08	30,27	97,8
Ноябрь	15,25	16,63	11,38	10,84	8,45	4,03	30,27	96,8
Декабрь	14,78	16,35	11,37	10,72	8,36	3,98	30,21	95,8
Изменение	–15,3	–3,7	–5,8	1,4	–7,6	–9,6	2,4	–4,2

Таблица A идентична ***Таблице B*** из примера 6.1 и представляет собой индексы двусторонних номинальных 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 прошлого 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 примере 6.1.

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 2,5%, установленное в примере 6.1, его реальный эффективный валютный курс обесценился на 4,5% за тот же период. Падение *REER* было связано со снижением его *NEER* на 2,5 процентных пункта и превышением уровня инфляции в странах – торговых партнерах США над уровнем ее внутренней инфляции в среднем в размере 2 процентных пунктов.

- Рассчитывается относительный вес каждого торгового партнера

$$w_f = \frac{X_f + IM_f}{X_{total} + IM_{total}}.$$

- Перемножается индекс на относительный вес каждой страны ($w_f \times \times RER$).
- Суммируются результаты по каждой стране $REER = \sum_{i=1}^{n} w_f \times RER$.
- Таким образом, реальный эффективный валютный курс рассчитывается как

$$REER = \sum_{i=1}^{n} w_f \frac{P_h \times NEER}{P_f}.$$

Вычисление *REER* во многом зависит от выбранной методологии расчета его отдельных компонентов:

- Торговые веса. Обычно при расчете среднего значения используется среднее геометрическое, а не среднее арифметическое. Это связано с тем, что в случае среднего геометрического обесценение на 1% национальной валюты по отношению к валюте любой страны-торгового партнера ведет в процентному изменению индекса *NEER*, которое точно равно весу этого торгового партнера.
- Выбор весов. На курс влияют платежи по торговле товарами и услугами и все финансовые потоки в платежном балансе. Поэтому выбор показателя, который используется в качестве веса при вычислении *REER* зависит от предмета анализа. Если это конкурентоспособность товаров и услуг данной страны на мировом рынке, то торговля товарами и услугами с каждым торговым партнером как доля в общей торговле анализируемой страны используется в качестве весов. Если предметном интереса является конкурентоспособность международных инвестиций данной страны, то весами могут выступать и финансовые потоки. Соответственно выбор переменной для взвешивания зависит от широты определения понятия конкурентоспособности.
- Базовый год для расчета весов. В качестве года, на который рассчитываются веса, может приниматься любой год в прошлом, который не изменяется, год в прошлом, который сдвигается вперед по прошествии каждого года, или предшествующий год. Проблема с фиксированным годом в прошлом заключается в том, что веса торговых партнеров меняются, иногда весьма значительно от года к году, и расчет *REER* по весам десятилетней давности может привести к серьезным ошибкам. В то же время использование предыдущего года для расчета весов не позволит сопоставлять данные об *REER* между годами, ибо веса будут разные. Обычно для расчета весов берется фиксированный год в прошлом, который раз в 10 лет сдвигается вперед.
- Количество двусторонних курсов. Обычно в расчет *REER* должны включаться валюты всех стран, с которыми анализируемая страна ведет торговлю. Однако во избежание осложнений в расчетах, обычно используются валюты стран, покрывающих по крайней мере 90% торговли данной страны.

На практике, тем не менее, основной причиной роста двустороннего реального 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, кото-

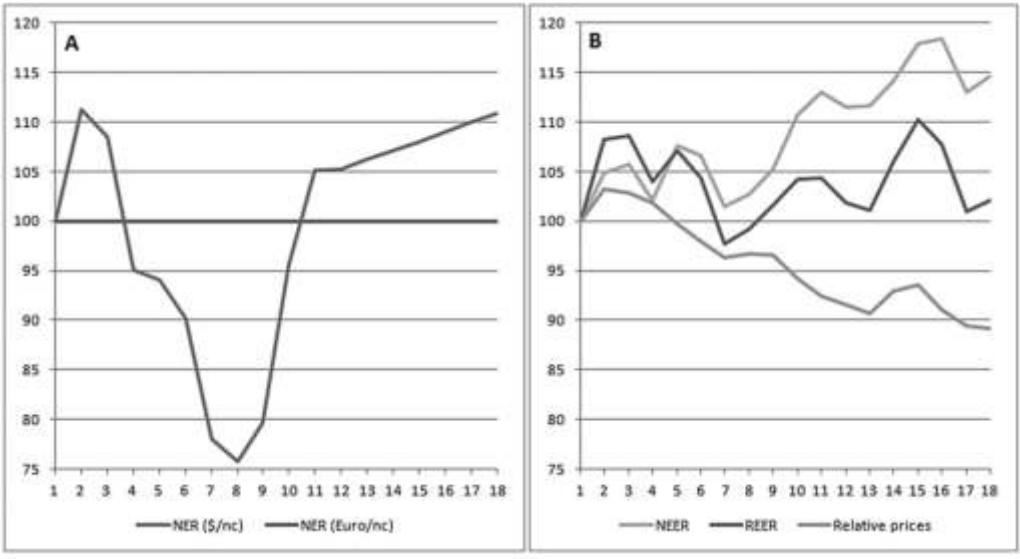
рая тем не менее дорожает, *REER* может как расти, так и падать – все зависит от соотношения силы противонаправленных тенденций.

При анализе динамики валютного курса важна правильная интерпретация изменения его индексов. На рис. 6.1 показана динамика индексов валютного курса одной из стран в течение 18 лет (первый год=100). На рисунке 6.1А приводятся индексы двустороннего курса национальной валюты к доллару ($NER_{\$/nc}$) и евро ($NER_{Euro/nc}$) в косвенной котировке. На рисунке 6.1В – соответственно *NEER*, *REER* и индекс относительных цен, т.е. $\sum_{i=1}^{n} w_f \frac{P_h}{P_f}$.

Как видно на рис 6.1А, страна скорее всего поддерживает фиксированный режим курса своей национальной валюты к евро, а номинальный уровень двустороннего курса к евро за весь прошедший период не изменялся. В то же время по отношению к доллару национальная валюта сначала выросла более чем на 10%, затем обесценилась на 25% по сравнению с базовым годом, но затем постоянно росла и к концу 18-го года находилась на уровне, примерно на 10% превышающем базовый год. Поскольку курс национальной валюты фиксирован к евро, такая динамика во многом объясняется изменением курса доллара к евро.

На рис. 6.1В для той же страны представлены индексы *NEER*, *REER* и индекс относительных цен, с помощью которого рассчитан *REER*. Интересно, что *NEER*, хотя и был чрезвычайно волатильным в течение всех этих лет, к концу периода вырос почти на 15% по сравнению с базовым годом. В то же время *REER* за этот же период почти что не изменился и концу периода был лишь на 2–3% выше базового года. Поскольку два индекса отличаются друг от друга только на величину относительных цен, такое различие в динамике двух индексов может быть вызвано только изменением относительных цен. Как видно, график *REER* в течение первых пяти лет был расположен выше графика *NEER*, а во все последующие годы – значительно ниже, чем *NEER*. Такое взаимное расположение двух графи-

Рис. 6.1. **Индексы валютного курса**



ков говорит о том, что в первые пять лет инфляция в анализируемой стране превышала среднюю инфляцию стран – торговых партнеров, а в последующие годы была ниже ее. Это подтверждается и индексом относительных цен, который в первые пять лет превышал уровень базового года, а последующие годы был ниже него. Схожая форма графиков *NEER* и *REER* свидетельствует, что изменения *REER* зависят в основном от изменений *NEER*.

Таким образом, несмотря на рост на 10% номинального курса национальной валюты по отношению к доллару и на 15% к валютам других странам – торговых партнеров, за исключением стран еврозоны, *REER* остался практически неизменным, и рост номинального курса не привел к потере ценовой конкурентоспособности. Это стало возможно вследствие того, что инфляция в анализируемой стране была значительно ниже средней инфляции в странах – ее торговых партнерах.

Как общее правило, рост *REER* означает удорожание национальных товаров на зарубежном рынке, что приводит к снижению спроса на экспорт, а это, в свою очередь, особенно в небольших открытых экономиках, нередко ведет к падению темпов роста и сокращению занятости. Сокращение *REER* означает, что национальные товары становятся дешевле на мировом рынке, что, при прочих равных условиях, стимулирует их экспорт, экономический рост и занятость.

Малая страна может контролировать уровень своей внутренней инфляции и уровень курса свой валюты. Но она не может повлиять на инфляцию за рубежом и курсы иностранных валют. Поэтому в случае роста *REER* первый способ восстановить конкурентоспособность национальных товаров – добиться сокращения внутренней инфляции. Это обычно достигается с помощью мер денежной политики, сдерживания текущих государственных расходов и структурных мер, направленных на укрепление конкуренции. Второй способ – снизить номинальный курс национальной валюты. Для этого прибегают к девальвации при фиксированном валютном курсе или используют методы денежной политики (снижение процентной ставки, расширение предложения денег) при плавающем валютном курсе.

Режимы валютного курса

Первый шаг при анализе валютного курса заключается в определении того режима политики валютного курса, который реально проводится в данной стране.

- *Де-юре режим* (*de jure regime*) – режим валютного курса, законодательно установленный в стране и официально нотифицированный в МВФ.
- *Де-факто режим* (*de facto regime*) – режим валютного курса, реально проводимый властями и подтвержденный эмпирически.

Если власти объявляют определенный режим курса и проводят его на практике, что возможно установить статистическими методами на базе исторических данных, то де-юре режим совпадает с де-факто режимом. Если же статистический анализ показывает, что власти отклоняются от законно установленного режима курса, то де-юре режим не совпадает с де-факто режимом. В этом случае режим валютного курса классифицируется на базе де-факто режима. Несмотря на то, что законы многих стран или заявления руководителей ЦБ нередко дают информацию о том, какого режима валютного курса придерживается страна де-юре. Это важно знать как политическое намерение властей. Но куда более важно определить, какую политику валютного курса проводит страна де-факто, ибо именно реальная, а не декларированная, политика ва-

лютного курса важна для макроэкономического анализа.

Классификация режимов валютных курсов публикуется МВФ и периодически пересматривается[1].

Одна из возможных классификаций следующая:

1. *Жестко фиксированные режимы* (*hard pegs*) – режим, при котором курс национальной валюты определен как пропорция к единице иностранной валюты.

a. *Режим без самостоятельного денежного средства* (*exchange rate with no separate legal tender*) – режим, при котором в качестве основной денежной единицы используется иностранная валюта. Поскольку такой валютой обычно является американский доллар этот режим может также называться долларизацией. В этом случае национальные денежные власти не имеют никакого контроля за внутренней денежной политикой.

b. *Валютное правление* (*currency board*) – режим, при котором ЦБ обязуется обменивать национальную валюту на иностранную по фиксированному в законодательстве курсу и поддерживать объем национальной валюты в обращении равным объему резервов иностранной валюты при данном фиксированном курсе. В этом случае ЦБ не выполняет никаких традиционных функций, таких как контроль за денежной массой или кредитование банков в качестве заемщика последней инстанции.

2. Мягко фиксированные режимы (*soft pegs*).

a. *Обычная фиксация* (*conventional peg*) – режим, при котором курс национальной валюты законодательно зафиксирован по отношению к одной иностранной валюте или корзине иностранных валют. Власти не обязаны гарантировать поддержание курса фиксированным, но факт фиксации должен устанавливаться эмпирически как колебание курса в очень узком коридоре, порядка ±1% от центрального паритета или как разница между максимальным и минимальным курсом на рынке спот, не превышающая 2% в течение каждых шести месяцев. Денежные власти поддерживают курс фиксированным путем прямых интервенций на валютном рынке через куплю-продажу иностранной валюты или косвенных интервенций через изменение процентной ставки, введение валютных ограничений, оказание давления на участников валютного рынка и пр.

Возможны два варианта обычной фиксации:

- *к единой валюте* (*to a single currency*) – установление паритета национальной валюты к одной иностранной валюте.
- *к валютному композиту* (*to a currency composite*) – установление паритета национальной валюты к корзине валют. Корзина может формироваться из валют основных торговых или финансовых партнеров данной страны, и вес каждой валюты должен быть опубликован.

b. *Стабилизационные соглашения* (*stabilized arrangements*) – режим, при котором курс колеблется в пределах 2% по отношению к индивидуальной иностранной валюте или валютному композиту, к которому фиксирован курс, на рынке спот в течение каждых шести и более месяцев и при этом не считается официально плавающим.

c. *Скользящая фиксация* (*crawling peg*) – режим, при котором денеж-

[1] См. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, www.imf.org.

ные власти периодически изменяют паритет в зависимости от изменения определенного количественного индикатора соответствия с заранее установленными правилами. Таким индикатором обычно служат: инфляционный дифференциал за некоторый прошлый период с основными торговыми партнерами; дифференциал между таргетируемой 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:

- *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 постоянно осуществлять интервенции на валютном рынке с целью обеспечения изменения курса на определенную величину.
- *К прошлому периоду* (*backward-looking*) – поддержание реального эффективного валютного курса неизменным путем изменений в номинальном валютном курсе, что отражает инфляционный дифференциал с основными торговыми партнерами за прошлый период. В этом случае курс выполняет функцию поддержания конкурентоспособности национального экспорта на неизменном уровне.

d. *Соглашения, подобные скользящим* (*crawling-like arrangements*) – режим, при котором курс находится в пределах 2% пояса по отношению к центральному тренду, определенному статистическими методами в течение более шести месяцев. Величина изменения курса должна превышать изменение курса в случае стабилизационных соглашений, и режим курса не должен быть официально объявлен плавающим.

e. *Фиксированный курс в рамках горизонтального пояса* (*pegged exchange rate within a horizontal band*) – режим, при котором курс поддерживается в пределах не менее ±1% от центрального паритета или при котором разница между максимальным и минимальным значением курса превышает 2%. Центральный паритет и ширина пояса должны быть опубликованы.

f. *Другие управляемые соглашения* (*other managed arrangements* – остаточная категория, к которой относятся все режимы валютного курса, которые не могут быть классифицированы по остальным категориям, и режимы, которые часто изменяются.

3. *Плавающие режимы* (*floating exchange rates*).

a. *Плавающие* (*floating*) – режим, при котором денежные власти не ставят задачу поддержания определенного уровня или направления изменения валютного курса и воздействуют на него только с целью сглаживания чрезмерной волатильности. Плавающий характер валютного курса может быть определен по изменению позиции платежного баланса, уровня международных резервов, ситуации на параллельном валютном рынке и пр.

b. *Свободное плавание* (*free floating*) – режим, при котором уровень валютного курса определяется только на основании спроса и предложения на иностранную валюту. Интервенции ЦБ в этом случае все-таки

возможны, но не чаще трех раз в течение каждого полугодия и продолжительностью не более трех рабочих дней и направлены лишь на предотвращение беспорядка на валютном рынке, а не на поддержание его уровня.

Режим валютного курса стран – членов валютных союзов (*currency union*) классифицируется на базе соглашений о соответствующей валюте. В большинстве случаев такие страны используют валютный режим без независимой национальной валютной единицы, поскольку страны, входящие в валютный союз, принимают общую валюту в качестве единого платежного средства.

Отнесение реально существующего валютного режима в анализируемой стране к одному или другому типу валютного курса обычно сопряжено с серьезными трудностями. Вот несколько соображений. Стабильность валютного курса сама по себе не может служить основанием для его классификации как фиксированного валютного курса, если не 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 кажущееся колебание валютного курса в отношении индивидуальных валют может скрывать его стабильность в отношении валютного композита. Валютный курс, который формально считается фиксированным, но который подвергается частым девальвациям должен считаться управляемо плавающим. Если в стране существует несколько валютных курсов, параллельных официальному, классифицируется тот курс, по которому осуществляется значительная часть операций. Различие в классификации между управляемым и независимым плаванием должно основываться на информированном суждении о том, с какой целью ЦБ осуществляет валютные интервенции. Если целью является сглаживание краткосрочных колебаний, то это независимо плавающий курс. Если же задача сводится к воспрепятствованию объективным тенденциям в развитии валютного курса, то это управляемое плавание.

@ *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, действует неофициальный валютный рынок, на котором национальная валюта обменивается по иному, более заниженному курсу.
- Когда разный уровень валютного курса официально устанавливается по текущим и финансовым операциям платежного баланса, или когда разный уровень устанавливается по отдельным типам операций в рамках счета текущих операций и счета финансовых операций.
- Когда разный уровень валютного курса, хотя и не установлен официально, но фактически возникает в силу административных процедур, требуемых при конвертации в зависимости от различных типов текущих и финансовых операций. Например, при 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, она не способствует транспарентности валютного рынка, приводит к злоупотреблениям и 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 лишь ограничения на осуществление платежей (*making payments*) в иностранной валюте и только по текущему счету платежного баланса являются валютными ограничениями. Множественная валютная практика также относится к валютным ограничениям.

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.

Выбор режима валютного курса зависит от макроэкономических целей, преследуемых правительством на данном отрезке развития. Таких целей, которые можно эффективно решать с помощью политики валютного курса, несколько: снижение инфляции, поддержание конкурентоспособности национальных товаров на мировом рынке, обеспечение макроэкономической стабильности, проведение независимой денежной политики, регулирование потоков капитала и преодоление нежелательных политических сложностей.

Инфляция

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 функция номинального якоря валютного курса (*nominal exchange rate anchor*), поскольку правительство обязано проводить такую денежную политику, чтобы инфляция внутри страны примерно равнялась инфляции в странах – торговых партнерах. У властей просто нет другого выбора, поскольку в их распоряжении, по сути, нет инструментов денежной политики. Тем самым фиксированный валютный курс также 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 снижения инфляции. В данном случае у властей есть выбор – либо проводить расширительную денежную политику, ведущую к инфляции и обесценению валютного курса, либо придерживаться сдержанной денежной политики, стабилизирующей инфляцию и валютный курс. Главным условием сокращения инфляции при плавающем курсе является точный прогноз спроса на деньги. Для этого предложение денег ЦБ не должно превышать спрос на них или даже, напротив, несколько отставать от спроса.

Конкурентоспособность

Фиксированный курс. Конкурентоспособность национальных товаров на мировом рынке зависит от динамики реального эффективного валютного курса. Если номинальный курс фиксирован, то в результате превышения внутренней инфляции над инфляцией в странах – торговых партнерах может произойти рост реального эффективного валютного курса. Это приведет к падению конкурентоспособности национальных товаров за рубежом. Фиксированный номинальный курс обычно препятствует корректировке реального курса, которая требуется в связи с изменяющимися условиями торговли или относительной производительности труда. Теоретически корректировка этого курса, которая позволила бы избежать потерю конкурентоспособности из-за его роста на фоне неизменного номинального курса, возможна только в случае полной гибкости всех цен как в своей стране, так и в странах партнерах. Ситуации, при которой цены немедленно бы отражали изменяющиеся условия производства, не существует нигде, и поэтому фиксированный режим валютного курса менее подходит для стран, перед которыми стоят проблемы поддержания конкурентоспособности своей продукции за рубежом.

Плавающий курс. Если перед национальными властями стоит реальная проблема конкурентоспособности национальных товаров на мировом рынке, то введение плавающего режима валютного курса может способствовать абсорбции негативных внешних шоков и сохранению конкурентоспособности. Например, при ухудшении условий торговли страны из-за падения экспортных цен или роста импортных цен курс национальной валюты может обесцениться на величину ухудшения условий торговли. При этом возможно сохранение неизменной цены национальных товаров в иностранной валюте 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 и делает более предсказуемым развитие внешней торговли. Политику фиксированного курса относительно легко осуществлять. Такой курс понятен как участникам рынка, так и лицам, управляющим макроэкономической политикой. Фиксированный курс обычно предпочтителен для групп стран, близких по уровню экономического развития и исторически связанных между собой торговыми связями. В отдельных случаях такие страны даже делают выбор в пользу единой валюты. 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 ста-

бильность экспортных и импортных цен не путем фиксации валютного курса, а посредством поддержания стабильности плавающего валютного курса с помощью 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 стабильность, влияние плавающего курса возможно также учесть и спрогнозировать, если это позволяют имеющиеся в наличии инструменты. При наличии 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.

Независимая денежная политика

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, то 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 возможно использование ЦБ валюты из резервов, что приведет к сокращению кредитования коммерческими банками проектов общегосударственного значения, а следовательно, к падению экономического роста. В противоположной 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 перспективе, чтобы избежать инфляции, такое расширение может быть временно приостановлено путем продажи ценных бумаг. Но в средне- и долгосрочной перспективе, если ЦБ будет вынужден продолжать покупки иностранной валюты, денежная политика становится расширительной и инфляционной. Тем самым при фиксированном курсе национальная денежная политика как средство стимулирования экономического роста и поддержания стабильности цен практически отсутствует.

Плавающий курс. В странах, где денежная политика считается важным инструментом стимулирования роста, предпочтительным является выбор плавающего режима валютного курса. При таком режиме ЦБ имеет полную свободу маневра, поскольку он не несет ответственности за поддержание неизменности валютного курса. Правительство сохраняет за собой эмиссионный доход, ЦБ – функцию кредитора в последней инстанции и, следовательно, возможность помощи в чрезвычайных обстоятельствах национальным банкам. Однако свобода манипулировать предложением резервных денег имеет смысл только при неинфляционном росте. Поэтому вводить плавающий режим валютного курса в целях обеспечения независимой денежной политики надо в странах с развитым инструментарием регулирования предложения денег с помощью косвенных методов, с определенными традициями и четко сформулированной целью поддержания стабильности цен, а также придерживающихся принципа реальной независимости ЦБ и в любом случае не финансирующих дефицит

государственного бюджета за счет кредитов ЦБ.

Регулирование потоков капитала

Фиксированный курс. В странах, у которых нет 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 росту реального эффективного валютного курса и последующей потере конкурентоспособности. Рост этого курса при фиксированном номинальном курсе происходит в результате того, что ЦБ вынужден скупать излишнюю иностранную валюту для поддержания номинального курса неизменным, увеличивая тем самым предложение денег. Это в свою очередь ведет к росту внутренней инфляции. Если в результате темпы роста внутренней инфляции окажутся выше темпов инфляции за рубежом, реальный курс национальной валюты также вырастет и конкурентоспособность упадет. В результате влияние притока капитала на реальный курс 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, 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 в росту реального курса и сокращению конкурентоспособности, но в результате вздорожания номинального курса национальной валюты, при том что относительные цены остаются в целом неизменными. Отток капитала, напротив, приводит к падению номинального и реального курса и росту конкурентоспособности. Использование плавающего курса при высокой изменчивости масштабов и направлений движения капитала позволяет властям применять для нейтрализации их последствий все меры денежной политики.

Политические соображения

Фиксированный курс. Власти, обязавшиеся поддерживать фиксированный валютный курс, подвергают себя большому политическому риску, поскольку всякое изменение валютного курса должно быть произведено законодательно и неизбежно становится предметом широкого обсуждения. Поскольку изменение фиксированного курса в большинстве случаев означает его девальвацию, власти практически всегда оказываются под огнем критики со стороны потребителей, которые считают, что девальвация может привести к существенному росту общего уровня внутренних цен. А для импортеров девальвация национальной валюты означает значительное сокращение или потерю прибыльности импорта. Также это затрагивает иностранных инвесторов, которые делали капиталовложения в национальной валюте, но заинтересованы лишь в долларовой прибыли, объем которой сокращается в результате 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 расчет 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.

Между двумя крайними видами режима валютного курса – плавающим и фиксированным – лежит множество промежуточных видов курса. Решение властей придерживаться промежуточного типа курса основывается обычно на оценке соотношения двух приоритетов в экономике – обеспечения предсказуемости уровня валютного курса и международной конкурентоспособности национальных товаров. Чем ближе режим валютного курса к фиксированному, тем предсказуемей курс. Чем ближе режим валютного курса к плавающему, чем меньше риск потери конкурентоспособности, поскольку автоматическое снижение курса обеспечивает ее поддержание. Дилемма выбора возникает обычно в относительно небольших странах, в которых национальная инфляция существенно превышает инфляцию 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.

Девальвация

Девальвация – принятие административного решения о снижении цены национальной валюты в иностранной валюте является одним из способом корректировки уровня 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 оттока 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.

Процедура, обратная девальвации, – ревальвация (принятие административного решения о повышении цены национальной валюты в иностранной валюте) используется гораздо реже. Целями ревальвации являются подавление инфляции и сокращение спекулятивного притока капитала. В результате ревальвации экспорт обычно сокращается, потому что объем экспортной выручки в национальной валюте сокращается, однако дешевеют импортные товары в национальной валюте на внутреннем рынке, от чего выигрывают потребители.

Девальвация требуется в случае, если *REER* национальной валюты переоценен по сравнению с равновесным. Поскольку уровень равновесного *REER* доподлинно 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 экспорта страны становятся относительно дороже по отношению к товарам стран – торговых партнеров. Это приводит к падению экспорта и росту импорта, в результате чего растет дефицит торгового и чаще всего текущего баланса.
- Устойчивое и продолжительное сокращение валютных резервов ЦБ. При высоком дефиците текущего баланса и отсутствии 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 индекса *REER* без видимого изменения в фундаментальных макроэкономических показателях, его определяющих. В результате улучшения условий торговли, роста производительности, или быстрого экономического роста целесообразно ожидать, что равновесный уровень *REER* также должен повышаться. Однако, если такое повышение не сопровождается укреплением фундаментальных показателей, скорее всего он оказывается переоценным.
- 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.

Девальвация может быть номинальной и реальной. Номинальная девальвация – результат снижения властями содержания иностранной валюты в единице национальной валюты при фиксированном режиме курса. Однако такое снижение приводит к росту внутренних цен на импортные товары, которые становятся дороже в национальной валюте, и следовательно оказывает влияние на уровень инфляции и *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*, т.е. от реальной девальвации.

Механизм воздействия номинальной девальвации на экономику при идеальном сценарии развития событий включает несколько этапов:

- Цены на импортные товары увеличиваются. Законодательное снижение содержания иностранной валюты в единице национальной 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. Возникает эффект переключения расходов потребителей с импортных на национальные товары.
- 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.
- Состояние 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 пока осталась 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 при положительном сальдо платежного баланса начинают увеличиваться.
- Растет производство и следовательно занятость. В результате девальвации стимулируется прежде всего экспортное производство и растет 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 в неэкспортирующих отраслях.

Однако такой идеальный сценарий влияния девальвации на экономику имеет 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 увеличиваются просто в силу роста содержания национальной валюты в иностранной валюте, за которую они приобретаются. Экспортеры, распоряжаясь большей прибылью, 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 для оплаты такого импорта должна начать повышать цены на услуги. 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. При девальвации номинального валютного курса на 30% (*NER* сократился на 30%) и росте уровня цен внутри страны на такую же величину (P_h увеличился на 30%) *REER* не изменится. Следовательно, девальвация не улучшит текущий баланс. На практике успехом считается обеспечение при номинальном уровне девальвации в 30% реальной девальвации в 10%. В любом случае эффект от номинальной девальвации оказывается немедленным, а по мере роста внутренних цен он постепенно исчезает. Всегда этот результат – улучшение текущего баланса – будет значительно меньше величины самой девальвации.

- Объемы спроса на экспорт и импорт должны быть достаточно эластичными по ценам. Поскольку девальвация изменяет цены на экспортные и импортные товары в национальной валюте, спрос на экспорт и импорт должен быть также достаточно эластичен к изменению *REER*. 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 объема только на 10%. Люди будут продолжать покупать продукты питания, а предприятия – запчасти по любой цене, у них просто нет другого 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 нет достаточных производственных возможностей для обеспечения возросшего экспортного спроса. В результате низкой ценовой эластичности объемы экспорта могут сократиться, увеличиться меньше, чем величина девальвации или не среагировать вообще. В соответствии с условием Маршалла – Лернера снижение стоимости национальной валюты приводит к улучшению торгового баланса, если сумма абсолютных значений эластичностей иностранного спроса на национальный экспорт и национального спроса на импорт по ценам экспорта и импорта или *REER* больше единицы: $\left|\in_{REER}^{X}\right| + \left|\in_{REER}^{IM}\right| > 1$.

В-третьих, девальвация оказывает воздействие на экономику с временным лагом, обычно составляющим не менее трех-шести 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 вынуждены перезаключить контракты, скорректировав количества и цены соответственно.

В-четвертых, осуществление девальвации требует готовности правительства к проведению жесткой рестриктивной денежной политики, особенно в первые месяцы после девальвации, для сдерживания импортируемой инфляции, что может оказать репрессирующее воздействие на производство. Увеличение процента и сдерживания предложение 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 уменьшить 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 вместо стимулирования производства может углубить его депрессию вследствие ее отрицательного воздействия на реальные доходы потребителей и уровень благосостояния 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, в результате девальвации падает 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 укреплением конкурентоспособности. Наиболее важный компонент ползущей фиксации– точный выбор временного промежутка, через который будет изменяться валютный курс, и величина такого изменения (*rate of crawl*). Временной промежуток обычно привязывается к уровню измене-

ния разности в уровнях инфляции внутри страны и за рубежом (инфляционного дифференциала). Точность, с которой можно вычислить инфляционный дифференциал в прошлом или спрогнозировать его уровень на ближайшее будущее, критически важна для поддержания неизменными *REER* и, следовательно, конкурентоспособности. 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 изменение 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 изменение инфляционного дифференциала. В результате *REER* несколько обесценивается, конкурентоспособность растет, но инфляция оказывается менее контролируемой.

Таким образом, выбор способа девальвации валютного курса решающим образом влияет на баланс между инфляцией и конкурентоспособностью. Добиться в результате девальвации одновременно низкой инфляции и повущения конкурентоспособности возможно, но крайне сложно. В этом заключается искусство макроэкономической политики.

РЕЗЮМЕ

1. Валютный курс – цена единицы валюты одной страны в валюте другой страны. В международной экономике принято определять курс как цену единицы национальной валюты в количестве единиц иностранной валюты. В результате при плавающем и фиксированном режиме валютного курса и косвенной котировке изменение цены национальной валюты в иностранной валюте называется обесценением или девальвацией (падение цены единицы национальной валюты в иностранной валюте) и удорожанием или ревальвацией (рост цены единицы национальной валюты в иностранной валюте).

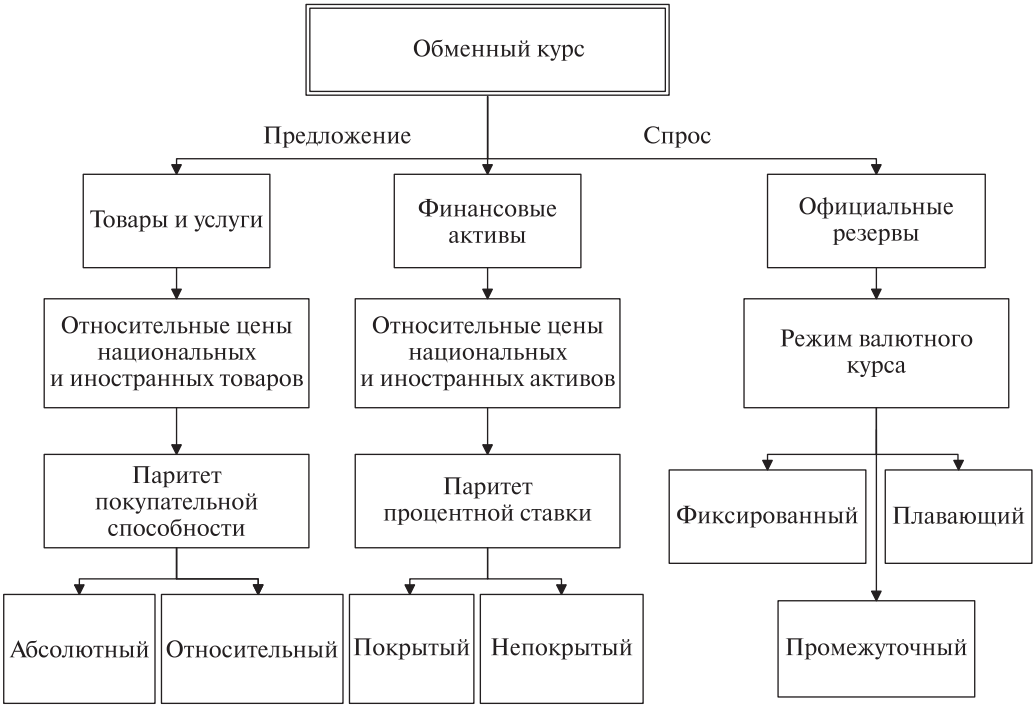
2. Курс национальной валюты может характеризоваться несколькими показателями – номинальным двусторонними курсами к иностранным валютам и несколькими расчетными индексами. В их числе – номинальный эффективный валютный курс, рассчитываемый как номинальный двусторонний курс национальной валюты по отношению к валютам основных торговых партнеров, взвешенный по их доле в торговле анализируемой страны. Реальный валютный курс – это номинальный двусторонний валютный курс, скорректированный с учетом изменения цен в анализируемой стране и в стране – валюты котировки; соотношение цены корзины товаров в одной стране к цене корзины тех же товаров в другой стране; соотношение цены корзины торгуемых товаров (цена которых считается равной мировой) и неторгуемых товаров в данной стране. Наконец, реальный эффективный валютный курс – индекс, рассчитываемый как реальный двусторонний курс национальной валюты по отношению к валютам основных торговых партнеров, взвешенный по их доле во внешней торговле в целом анализируемой страны.

3. Различают де-юре режим валютного курса, законодательно установленный в стране и официально нотифицированный в МВФ, и де-факто режим курса, реально проводимый властями и подтвержденный эмпирически. Де-факто режимы курса классифицируются по трем категориям – жестко фиксированные, мягко фиксированные и плавающие. В рамках каждой из них существует несколько подкатегорий. Эта классификация периодически пересматривается. Если национальная валюта обменивается на иностранную по двум и более разным валютным курсам, в стране существует множественная валютная практика, которая обычно является следствием существующих в стране валютных ограничений.

4. 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 преодоление 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 на международное движение 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.

5. Девальвация заключается в законодательном снижении цены национальной валюты в иностранной валюте и является наиболее распространенным способом корректировки завышенного фиксированного курса национальной валюты. 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* при отсутствии видимых изменений в фундаментальных показателях его определяющих, чистый отток капитала, депрессивное состояние экономики. Механизм воздействия номинальной девальвации на экономику включает следующие этапы: рост цен на импортные товары, повышение прибыльности экспорта, улучшение состояние текущего счета платежного баланса, улучшение состояния финансового счета платежного баланса, сокращение потребности во внешнем финансировании, рост производства и занятости. Девальвация может вести к росту инфляции; улучшению 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 трехшести месяцев; должна сопровождаться жесткой денежной и фискальной политикой; может привести к экономической депрессии, если 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.

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Валютный курс на основе ППС
Гиперреакция валютного курса
Денежная теория валютного курса
Денежный нейтралитет
Закон одной цены
Непокрытый паритет процентной ставки
Паритет покупательной способности
Переоцененная/недооцененная валюта
Подход платежного баланса
Покрытый паритет процентной ставки
Правило иностранных инвестиций
Теория абсолютного ППС
Теория относительного ППС
Эффект Фишера

7. ТЕОРИИ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Подход платежного баланса

Практически все теории валютного курса пытаются ответить на следующие вопросы: как определяется равновесный реальный валютный курс и какие факторы приводят к отклонению курса от равновесия.

Вытекающий из модели общего равновесия подход платежного баланса исходит из того, что курс – цена одной валюты в другой валюте – возникает на пересечении совокупного спроса и совокупного предложения валюты. С точки зрения данной страны, деньги, находящиеся в ее внутреннем обращении, – национальная валюта. Все остальные валюты для нее иностранные. Для стран-членов валютной зоны национальной является валюта, используемая во всех странах зоны. Например, евро – национальная валюта для всех стран, входящих в еврозону, а все остальные валюты – иностранные. Курс национальной валюты изменяется по отношению к иностранным, и курсы иностранных валют изменяются по отношению друг к другу.

При рассмотрении теорий валютного курса возможен подход с позиций анализируемой страны для определения факторов, влияющих на курс национальной валюты по отношению к иностранным. Например, факторов, влияющих на рубль, которые, в свою очередь, зависят от спроса на рубль со стороны нерезидентов и его предложения. Возможен также подход с позиций иностранной валюты для определения факторов спроса резидентов, например, на доллар и источников его предложения. Однако при плавающем режиме курса такой подход может не дать полной картины изменений курса национальной валюты, потому что баланс спроса и предложения резидентов на доллар может отличаться от баланса спроса и предложения евро или другой валюты, которая участвует в платежах данной страны.

Парадокс заключается в том, что хотя предметом анализа является курс национальной валюты, он изменяется в основном вследствие изменения баланса спроса резидентов на иностранную валюту и ее предложения. С точки зрения отдельной страны, спрос резидентов на иностранную валюту эквивалентен предложению национальной валюты. Спрос на иностранную валюту возникает в трех основных случаях: для оплаты импорта товаров и услуг; для приобретения иностранных активов (например, государственных и частных облигаций, акций частных компаний и недвижимости, и предоставления кредитов в иностранной валюте); при покупке национальным центральным банком иностранной валюты в резервы в целях проведения монетарной политики или политики обменного курса. В каждом из этих случаев резиденты приобретают иностранную валюту путем продажи национальной валюты, увеличивая тем самым предложение национальной валюты. Таким образом, предложение национальной валюты и спрос на иностранную валюту в подходе платежного баланса эквивалентны.

С точки зрения отдельной страны, предложение иностранной валюты эквивалентно спросу на ее национальную валюту. Нерезиденты предъявляют спрос на национальную валюту данной страны только в двух случаях: для оплаты ее экспорта в тех странах, где он деноминирован в национальной валюте, и покупки ее активов, если они продаются только за национальную валюту. Например, за товары, экспортируемые фирмами США, импортеры платят в долларах, а фирмами Еврозоны – в евро, т.е., соответственно, национальной валютах США и еврозоны. В то же время за товары, экспортируемые

российскими предприятиями, импортеры платят чаще всего не в рублях, а в долларах или евро, т.е. иностранной для России валюте. Аналогично, американские фирмы могут оплатить свой импорт в долларах, т.е. национальной валюте, если на это согласен экспортер, а российские, за редким исключениями, не могут расплатиться по импорту в рублях, и вынуждены приобретать для этого доллары, евро или другую валюту, в которой должен осуществляться платеж по контракту. Нерезиденты предъявляют спрос на национальную валюту в основном для покупки ее активов – акций местных предприятий, облигаций государственных займов, недвижимости и пр. Для этого они должны приобрести национальную валюту за иностранную. Таким образом, спрос на национальную валюту и предложение иностранной валюты в подходе платежного баланса также эквивалентны.

Для построения упрощенной теории валютного курса важно принять следующие допущения:

- Резиденты предъявляют спрос только на одну иностранную валюту, например доллар, и нерезиденты предлагают к покупке резидентами также только одну валюту. На самом деле резидентам нужны многие валюты, в зависимости от того, в какой валюте должен быть совершен платеж по импортному контракту или приобретены зарубежные активы. Однако, поскольку число этих валют весьма ограничено (не более 5), курсы многих валют котируются к доллару и пересчитываются по отношению к другим валютам по кросс-курсам, и платежный баланс большинства стран мира рассчитывается в долларах, возможно принять допущение, что резиденты приобретают только одну валюту.

- Курс национальной валюты к иностранной зависит только от баланса спроса на нее со стороны только одной иностранной валюты и ее предложения в обмен только на ту же иностранную валюту. Тем самым используется косвенная котировка иностранной валюты $0,33=Rub1, и понижение курса национальной валюты означает снижение числового значения рубля в долларах, а повышение курса национальной валюты – рост числового значения рубля в долларах.

- Резиденту безразлично для чего он приобретает иностранную валюту. Он может купить на них как иностранный товар, так и акции зарубежных предприятий или облигации государственного займа других стран.

Эти допущения вполне реалистичны. Доля доллара в платежах по международной торговле (основной части текущего счета) составляет порядка 40%, евро – 35, фунта – 15, всех остальных валют – всего 10%. При этом роль евро высока только в силу расчетов в евро между странами Евросоюза, которые не влияют на курсообразование между евро и остальными валютами. Растет роль китайского юаня, но его использование в международных платежах незначительно по сравнению в ролью Китая в мировой торговле. Более 85% расчетов между странами Азии осуществляются в долларах, хотя он не является национальной валютой ни одной из них.

@ *Подход платежного баланса* (*balance of payments approach*) – курс национальной валюты определяется совокупным спросом не нее и ее предложением.

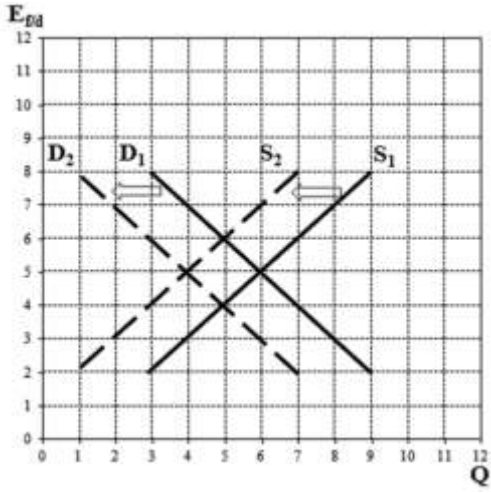
В таком простейшем случае для определения уровня равновесного валютного курса надо просто знать межстрановые потоки платежей по текущему, финансовому и резервному счетам платежного баланса, т.е. определить форму и наклоны кривых спроса и предложения на национальную валюту на рисунке 7.1. Спрос на национальную валюту будет исходить от экспортеров товаров и услуг, которым нужно обменять валютную выручку в на-

циональную валюту, чтобы, например, выплатить зарплату работникам, иностранных инвесторов в национальные активы и национального ЦБ, продающего иностранную валюту из резервов в целях проведения определенной валютной или монетарной политики. Предложение национальной валюты возникает в результате покупки импортерами иностранной валюты для оплаты импорта товаров и услуг, приобретения резидентами иностранной валюты для покупки иностранных активов и покупки Центральным банком иностранной валюты в пополнение резервов.

Спрос на национальную валюту и предложение в подходе платежного баланса к определению уровня курса национальной валюты не следует путать со спросом на деньги и их предложением в экономике в целом. В подходе платежного баланса спрос на национальную валюту появляется только при спросе на нее со стороны держателей иностранной валюты. В этом случае национальная валюта выполняет только одну функцию денег – выступает средством обращения и при торговле только одним и весьма специфичным товаром – иностранной валютой. В экономике в целом спрос на деньги (национальную валюту) возникает в целях выполнения всех основных функций денег и обслуживания движения всей совокупности товаров, услуг и активов. Аналогично в подходе платежного баланса предложение национальной валюты возникает только вследствие ее предложения со стороны держателей национальной валюты для выполнения только одной функции денег – средства обращения – и для покупки опять-таки одного и весьма специфического товара – иностранной валюты. В экономике в целом центральный банк предлагает национальную валюту для выполнения ею всех функций денег.

Проиллюстрировать подход платежного баланса можно на примере рисунка 7.1.

Рис. 7.1. **Формирование курса национальной валюты**



Пусть спрос со стороны всех держателей иностранной валюты на национальную валюту составляет D_1 и ее предложение S_1. При спросе и предложении в 6 млн. ед. равновесный курс составляет 5 ед. иностранной валюты за единицу национальной. Если спрос на национальную валюту сокращается до D_2 при неизменном предложении ее курс упадет до 4 ед. иностранной валюты за единицу национальной. В случае, если ЦБ считает необходимым поддержать курс национальной валюты, он может сократить ее предложение на валютный рынок, продав иностранную валюту из резервов, что сдвинет предложение национальной валюты на уровень S_1 и вернет курс на прежний уровень.

Как общее правило, курс валюты стран, имеющих хронический дефицит платежного баланса, должен падать, а стран, имеющих постоянный профицит, – расти. Однако, помимо международной торговли, в результате которой возникает спрос на национальную валюту со стороны иностранной и предложение национальной валюты для покупки иностранной, существуют потоки капитала в чистом виде,

не связанные с движением товаров, которые значительно хуже поддаются учету и прогнозированию и, кроме того, зачастую вообще носят непредвиденный спекулятивный характер. Если добавить к кривым спроса и предложения валюты спрос на валюту, возникающий в результате желания резидентов приобрести активы, выраженные в иностранной валюте (например, осуществить прямые – купить завод – или портфельные – купить государственные долговые обязательства – инвестиции за рубеж), то очертания и наклон кривых спроса и предложения на национальную валюту становятся далеко не очевидны.

Как видно, учет движения капитала значительно усложняет прогнозирование валютного курса. Потоки капитала подчиняются иной логике, нежели движение товаров. Как общее правило, капитал чаще перемещается в те страны, где экономический рост выше, инфляция ниже, процентные ставки выше, платежный баланс положительный и курс национальной валюты растет, и наблюдается его отток из тех стран, где экономический рост низкий или отрицательный, инфляция высокая, процентные ставки низкие, платежный баланс дефицитен и курс национальной валюты падает. Сочетание относительно высокого процента и растущего курса национальной валюты создает идеальные условия для притока капитала. Если процент достаточно высок, а курс падает, то выгодность вложения зависит от соотношения темпов движения процента и курса. Капитал обычно начинает покидать страну накануне девальвации национальной валюты, когда становится понятным, что поддерживать далее фиксированный курс не удастся. Такой резкий отток капитала – спекулятивная атака – может привести к полной потере валютных резервов, к кризису платежного баланса и резко осложнить экономическое положение любой, даже крупной, страны.

Поэтому подход к прогнозированию валютного курса с точки зрения платежного баланса считается не более чем общим ориентиром. Он применим исключительно для долгосрочного прогнозирования и не может использоваться для объяснения краткосрочных колебаний валютного курса. Кроме того, очень многое зависит от того, как классифицированы международные платежи каждой из стран, в какой валюте они осуществляются, и насколько сопоставимы их платежные балансы по структуре. Самостоятельно ни торговый баланс, ни баланс движения капитала не могут служить основой для надежного прогнозирования валютного курса.

Паритет покупательной способности

Довольно старой теорией, с известной степенью условности объясняющей долгосрочное изменение валютного курса, является предложенная после первой мировой войны шведским экономистом Густавом Касселем теория паритета покупательной способности. В начале 1920-х гг., после отмены золотого стандарта, она сыграла важную практическую роль, поскольку требовалось объяснить, как следует устанавливать курсы валют в новых условиях. Теория исходила из превалирующей в те времена идеи, что валютные курсы обязательно должны быть как-то связаны с уровнями внутренних цен. При этом четко фиксировался лишь факт существования такого соотношения, из которого могло вытекать как прямое влияние уровней внутренних цен на валютные курсы, так и обратное влияние курсов на внутренние цены.

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

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

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

Если P_h^i – цена товара внутри страны, P_f^i – цена того же товара за рубежом, E_{fh} – курс единицы национальной валюты в иностранной валюте, то закон одной цены выражается следующей формулой: $P_h^i = \frac{P_f^i}{E_{fh}}$. Отсюда двусторонний курс национальной валюты в иностранной выражается как $E_{fh} = \frac{P_f^i}{P_h^i}$.

Закон одной цены относится к цене одного конкретного торгуемого товара, который продается в нескольких странах и основан на нескольких допущениях.

- Национальный и иностранные товары являются полными субститутами. Например, цемент, производимый в России, абсолютно идентичен в глазах его потребителя, цементу, производимому в США.
- Не существует препятствий для передвижения товаров между странами. Например, считается, что отсутствуют транспортные расходы, таможенные пошлины, импортные квоты, внутренние налоги.

Однако из-за несовершенства конкуренции и прежде всего наличия транспортных расходов и межстрановых торговых барьеров закон одной цены в чистом виде не соблюдается. Закон одной цены может не соблюдаться по причине различий в качестве товаров: автомобили могут быть различных моделей, цемент – различных марок, пшеница – различных сортов и т.п. Кроме того, многие товары для международной торговли являются неторгуемыми (услуги химчисток, песок, аренда помещений и пр.), поэтому межстрановая разница цен на них может существовать длительное время. Но если транспортные расходы и торговые барьеры остаются постоянными, товары абсолютно одинаковы и существует торговля между странами, то их цены должны двигаться в одном и том же направлении.

Теория ППС существует в двух вариантах – абсолютного ППС и относительного ППС.

В соответствии с теорией абсолютного ППС, покупательная способность национальной валюты каждой страны зависит от уровня ее внутренних цен. Отталкиваясь от идей Д. Рикардо о сравнительных преимуществах, можно с известной степенью условности утверждать, что в результате роста внутренних цен покупательная способность национальной валюты должна сократиться, что приведет к пропорциональному обесценению ее

валютного курса. Если уровень внутренних цен снижается, то покупательная способность национальной валюты растет, что приводит к пропорциональному росту ее курса.

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

Исходя из гипотезы одной цены, курс национальной валюты выражается как $E_{f/h} = \frac{P_f}{P_h}$.

Эта формула практически идентичная формуле валютного курса, вытекающей из закона одной цены. Принципиальное отличие заключается в том, что закон одной цены кладет в основу валютного курса цену одного и того же товара в нескольких странах, а теория абсолютного ППС – соотношение уровня цен на все товары в этих странах. Тем самым закон одной цены применим только к цене индивидуального товара, а теория абсолютного ППС – к ценам всех товаров, т.е. совокупному уровню цен. Разумеется, если закон одной цены соблюдается для каждого товара, то и теория абсолютного ППС соблюдается для двух стран в целом. Одновременно возникает далеко не простой вопрос об измерении общего уровня цен у себя в стране и за рубежом. Наиболее распространенным, но далеко не безупречным способом является составление одинаковых корзин гомогенных товаров, которые используются потребителями как в одной, так и в другой стране, расчет их стоимости в национальной валюте каждой из стран и последующее их сравнение между собой для выяснения курса национальной валюты. На основе теории абсолютного ППС определяется одна из разновидностей расчетного равновесного валютного курса, который впоследствии можно использовать как точку отсчета его изменений.

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

Заметим, что реальный курс национальной валюты (номинальный курс с поправкой на разницу внутренних и зарубежных цен) в этом случае составляет $RER = \frac{P_f}{E_{f/h}P_h} = 1$, т.е. если принять допущение, что теория абсолютного ППС соблюдается, то реальный курс должен быть в среднем равен единице. Это заключение следует из того, что на одну единицу национальной валюты экономические агенты должны иметь возможность приобрести столько же товаров у себя в стране, что и за рубежом, при переводе ее в иностранную валюту. Если $RER \neq 1$, то экономические агенты будут просто приобретать товары в той стране, где они дешевле при переводе в единую валюту, что повысит спрос на них и их цены. Из равенства реального курса единице следует, что $E_{f/h} = \frac{P_f}{P_h}$, т.е. номинальный двусторонний курс национальной валюты равен соотношению цен на корзины идентичных товаров за рубежом и внутри страны.

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

никогда не попадают в международный оборот.

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

@ *Теория относительного ППС* (*relative PPP theory*) – изменение обменного курса между валютами двух стран пропорционально изменению уровня относительных цен в этих странах.

Если E^0_{fh} –курс национальной валюты в базовом году, E^1_{fh} – валютный курс в текущем году, то валютный курс на основе теории относительного ППС выражается следующей формулой:

$$E^1_{f/h} = \frac{\Delta P^i_f}{E^0_{fh}\Delta P^i_h}.$$

Как видно из формулы, для расчета валютного курса в соответствии с теорией относительного ППС необходимо знать абсолютное значение равновесного валютного курса в некотором году, избранном как базовый, и индексы цен для обеих стран. В идеале за равновесный курс базового года должен приниматься курс того временного периода, когда курс был стабилен или очень близок к значениям своих скользящих средних. В качестве индексов используется обычно индекс потребительских цен – *CPI* (*consumer price index*), индекс оптовых цен (*producer price index*) или дефлятор ВВП (*GDP deflator*), каждый из которых своим способом измеряет относительное движение этих цен к текущему году по сравнению с годом, избранным как базовый.

Фактически прогнозирование валютного курса на базе теории относительного ППС означает экстраполяцию текущего курса на будущий период на базе соотношения темпов инфляции в двух странах. Нетрудно заметить, что ценовой коэффициент формулы относительного ППС – отношение инфляции за рубежом к темпу инфляции страны – является по сути обратным ценовому коэффициенту в формуле реального валютного курса – отношение темпа инфляции за рубежом к ее темпу в своей стране. Из этого следует, что теория ППС срабатывает, если реальный валютный курс не меняется с течением времени. Если внутренний темп инфляции выше зарубежного, то прогнозируемый на основе относительного ППС валютный курс в текущем году будет ниже, чем в базовом году.

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

$$\pi_f - \pi_h = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t},$$

где левая сторона – различия в темпах инфляции внутри страны и за рубежом, а правая – изменение курса национальной валюты. Например, если годовая инфляция в России составляет 10%, а в США 3%, то российский рубль должен обесцениться к доллару в течение года на $\left(\frac{1{,}03}{1{,}10} - 1\right)100 = -6{,}4\%$.

По аналогии с абсолютным ППС, реальный валютный курс при принятии гипотезы относительного ППС также постоянный, но равен не единице, а некоторой положительной константе $RER = \frac{P_f}{E_{f/h}P_h} = K$. Она показывает соотношение между количеством иностранных и национальных товаров, которое можно купить за одну единицу национальной валюты.

Поскольку в большинстве конкретных случаев курсы, рассчитанные на базе теории относительного ППС, отклоняются

от текущих рыночных курсов, то возникла идея о том, что в случае отклонения от ППС курс национальной валюты оказывается «переоцененным» или «недооцененным».

@ *Переоцененная/недооцененная валюта* (*overvalued/undervalued currency*) – валюта, реальный курс которой выше или ниже, чем курс, рассчитанный на основе ППС.

Оценка курса национальной валюты на предмет ее недооцененности и переоцененности имеет серьезные практические последствия: переоцененность национальной валюты даже по отношению к такому весьма условному расчетному показателю, как ППС, обычно рассматривается как фактор, вредящий экспорту и приводящий к росту дефицита текущего баланса.

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

- при прогнозировании на долгосрочную перспективу на основе имеющихся длинных серий статистических данных о номинальном валютном курсе и расчетных данных о ППС, позволяющих установить многолетнюю корреляцию между курсом и ППС;
- при прогнозировании в условиях высокой галопирующей инфляции, основанной преимущественно на монетарном факторе – резком увеличении денежной массы в обращении;
- при расчете ориентировочного валютного курса, на который должны ориентироваться другие макроэкономические оценки, для определения реальной международной стоимости национальных товаров и услуг. Расчеты показывают, что в среднем разрыв между номинальным курсом валюты и ее ППС сокращается на 14% в год, что теоретически означает, что примерно через 5–6 лет курс должен слиться с ППС.

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

- отсутствия совершенной конкуренции, торговых барьеров и транспортных расходов, факт существования которых не позволяет одному и тому же товару иметь одну и ту же цену в двух разных географических пунктах. Поскольку ППС учитывает не один, а многие товары, эти отклонения становятся еще более ощутимыми;
- существования большого числа неторгуемых товаров и услуг, цены которых входят в индекс потребительских цен, но которые никогда не пересекают границы. Несмотря на то, что цены на них не могут нивелироваться на международном уровне, изменение их внутренних цен влияет на индекс потребительских цен в целом;
- изменения условий торговли в группе торгуемых товаров, что приводит к изменению удельного веса этих товаров в индексе цен разных стран. Наиболее ярким примером является подорожание нефти, что привело к резкому росту удельного веса нефти в индексе цен по сравнению с промышленными продуктами. Изменения структуры индекса цен происходят в разных странах несимметрично, в результате курс неизбежно отклоняется от ППС;
- низкой краткосрочной эластичности замещения товаров. В силу привычки, недостаточной информации, инерции потребительского поведения потребители предпочитают покупать те товары, к которым они привыкли на протяжении определенного времени после изменения их цен, и не переходят сразу на субституты. Компании, даже после девальвации, не сразу повышают свои цены, боясь по-

Таблица 7.1. **Теории валютного курса на основе ППС**

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

терять рынки, и пытаются компенсировать теряемые прибыли ростом продаж. Поэтому невозможно однозначно утверждать, что по любому товару, и тем более по группе товаров, международный торговый арбитраж сработает немедленно и цена на него выровняется.

Теории валютного курса на основе ППС обобщены в таблице 7.1.

Таким образом, теория паритета покупательной способности объясняет уровень валютного курса и его изменения с точки зрения потоков платежей по текущему счету платежного баланса, связанных в основном с экспортом и импортом товаров и услуг. Эти потоки напрямую зависят от соотношения цен между странами на идентичные товары и услуги, и отражаются преимущественно по текущему счету платежного бланаса.

Паритет процентной ставки

Если теория ППС определяет долгосрочные перспективы развития валютного курса на основе платежей по межстрановым потокам товаров, то его краткосрочные колебания лучше поддаются объяснению с помощью денежных и связанных с ней теорий валютного курса. Помимо платежей по текущему счету, спрос на иностранную валюту и ее предложение возникают также и вследствие наличия потоков по финансовому счету платежного баланса. Эти потоки напрямую зависят от соотношения цены капитала в различных странах, т.е. соотношения процентных ставок. Колебания валютного курса в результате различий доходности вложений в национальные и зарубежные активы объясняется с помощью теории паритета процентных ставок.

Цены товаров изменяются обычно с некоторым временным лагом после того, как изменились соответствующие макроэкономические условия, и не успевают за изменением валютного курса. Это связано с тем, что экономике требуется некоторое время, чтобы приспособиться к новому уровню денежной массы: принять решения об увеличении зарплаты госслужащим и пенсий, пересчитать издержки и пр. Процентная ставка, представляющая собой доход на приносящие доход финансовые активы, так же как и валютный курс, значительно быстрее реагирует на изменение макроэкономических условий. Допустим, что инвестор не хочет держать свои деньги наличными и не получать проценты и стремится вложить их в приносящие процент финансовые активы. У него есть альтернатива – инвестировать у себя в стране в национальной валюте или за рубежом в иностранной валюте. Для этого ему нужно учесть, как минимум, три экономических показателя: процентную ставку у себя в стране, процентную ставку за рубежом и динамику валютного курса.

@ *Правило иностранных инвестиций* (*foreign investment rule*) – доход на иностранные инвестиции в национальной валюте равен сумме процентной ставки за рубежом и проценту изменения курса иностранной валюты по отношению к национальной.

Если номинальный процент всегда положительная величина, то изменение курса иностранной валюты может быть

как положительной, так и отрицательной величиной. Если эта величина положительная она добавляется к ставке процента, и инвестор получает положительный доход. Если эта величина отрицательная она вычитается из ставки процента, и доход инвестора может быть положительным, если падение курса иностранной валюты меньше процента, и отрицательным, если падение курса иностранной валюты больше процента. Например, при вложении рублей в доллары под 5% годовых при неизменном курсе доллара к рублю российский инвестор получает 5% в рублях. При росте курса доллара к рублю на 3% российский инвестор в рублях получает уже $(1{,}05 \times 1{,}03 - 1)100 = 8{,}2\%$. При падении курса доллара к рублю на 3% российский инвестор в рублях получает только $(1{,}05 \times 0{,}97 - 1)100 = 1{,}9\%$. А при падении курса доллара к рублю на 8% российский инвестор остается в убытке $(1{,}05 \times 0{,}97 - 1)100 = -3{,}4\%$.

Введем следующие обозначения: r_h – процентная ставка внутри страны; r_f – процентная ставка за рубежом; E_t – обменный курс национальной валюты в момент времени t; E_{t+1} – обменный курс национальной валюты в момент времени $t + 1$ в будущем (форвардный курс, считая при этом, что период котировки процентной ставки и форвардного курса один и тот же, например, процент по трехмесячным государственным облигациям и форвардный курс на три месяца вперед. Тогда ожидаемый доход от инвестиций в иностранные ценные бумаги составит:

$$r_f + \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t}.$$

Для принятия решения относительно того, где – у себя дома или за границей – выгоднее инвестировать, необходимо сравнить процентную ставку внутри страны с ожидаемым доходом при инвестиции за рубеж, т.е.: $\left(r_f + \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t}\right) - r_h$.

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

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

@ *Паритет процентных ставок* (*interest rate parity*) – такой уровень процентных ставок внутри страны и за рубежом, при котором равные по размеру депозиты

в каждой из них дают одинаковый доход при переводе в одну валюту.

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

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

$$1 + r_h = (1 + r_f)\frac{E_{t+1}}{E_t}.$$

В результате преобразований получаем:

$$\frac{1 + r_h}{1 + r_f} = \frac{E_{t+1}}{E_t}.$$

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

$$\frac{r_h + r_f}{1 + r_f} = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t}.$$

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

$$\frac{E_{t+1} - E_t}{E_t} = r_f - r_h.$$

Как видно, полученное таким путем уравнение ничем не отличается от уравнения, выведенного интуитивно. Но условие паритета процентных ставок можно сформулировать несколько иначе: разность между процентными ставками внутри страны и за рубежом равняется изменению валютного курса национальной валюты по отношению к зарубежной валюте в течение того же периода, на который устанавливаются процентные ставки. Это уравнение, записанное в несколько иных формах, позволяет вычислять все входящие в нее переменные, например величину валютного курса на определенный срок в будущем, исходя из существующего соотношения процентных ставок по депозитам на этот же срок:

$$E_{t+1} = E_t(r_f - r_h + 1).$$

Паритет процентных ставок может быть двух видов:

- *Непокрытый паритет процентной ставки* (*uncovered interest rate parity, UIP*) — ожидаемое изменение валютного курса примерно равно разности процентных ставок между двумя странами

$$E_{t+1} - E_t \approx r_h - r_f.$$

Возможности для арбитража на разности процентной ставки между своей и зарубежной страной в этом случае отсутствуют, поскольку она компенсируется изменением валютного курса между валютами двух стран.

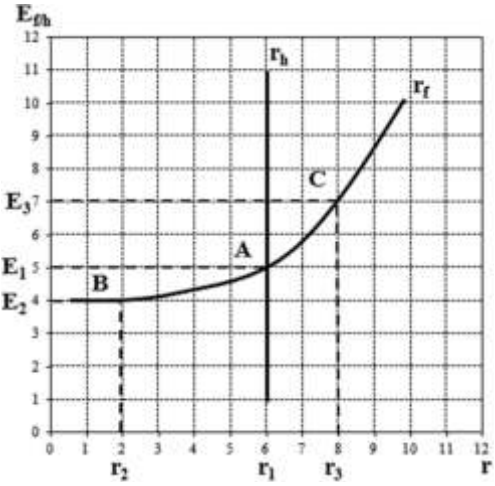
• *Покрытый паритет процентной ставки* (*covered interest rate parity, CIP*) — разность между форвардным валютным курсом и курсом спот примерно равна разности процентных ставок между двумя странами

$$E_{forward} - E_{spot} \approx r_h - r_f.$$

Покрытый паритет процентной ставки возникает, если инвестор в иностранные активы, стремясь избежать риска изменения валютного курса, одновременно с покупкой иностранной валюты для инвестирования за рубеж продает такое же количество иностранной валюты по форвардному курсу, который может быть равен спот-курсу на день инвестирования. Через год, когда инвестор получит доход в иностранной валюте, он сможет обменять его в национальную валюту по заранее известному курсу, зафиксированному в форвардном контракте.

Исходя из концепции паритета процентных ставок, можно определить равновесный валютный курс (рис. 7.2). Допустим, что нам известна процентная ставка внутри страны (r_h), процентная ставка за рубежом (r_f), и инвестор с высокой степенью вероятности надеется, что в некоторый момент в будущем (t+1) валютный курс будет E_{t+1}. Процентная ставка по депозитам в национальной валюте (r_h) известна и поэтому графически представляет собой вертикальную прямую, поскольку не зависит от валютного курса. Доход в национальной валюте от иностранных депозитов напрямую зависит от курса: по мере того как курс иностранной валюты растет (движение вверх по оси ординат), доход в национальной валюте от депозитов за рубежом увеличивается; когда курс национальной валюты

Рис. 7.2. **Определение равновесного валютного курса**



падает (движение вниз по оси ординат), доход в национальной валюте от депозитов за рубежом также падает.

Равновесный валютный курс E_1 определяется точкой *A,* расположенной на пересечении кривой доходов от депозитов внутри страны и кривой доходов от депозитов за рубежом, переведенных в национальную валюту. В точке *A* удовлетворяется условие паритета процентных ставок. Валютный курс должен оказаться именно на уровне E_1, поскольку если бы он оказался на уровне E_2, то соответствующий точке *B* процент r_2 показал бы, что при этом валютном курсе доход по депозитам в иностранной валюте меньше, чем по депозитам в национальной. Люди станут снимать деньги с иностранных депозитов и превращать их в национальную валюту, создавая на нее дополнительный спрос, в результате чего ее курс вырастет до E_1. В противоположной ситуации, если курс находился бы на уровне E_3, депозиты в иностранной валюте явно более доходны, чем в национальной. Инвесторы бросятся снимать деньги со своих депозитов внутри страны и покупать на них иностранную валюту, чтобы положить на депозит за рубежом. Курс

иностранной валюты, на которую будет предъявляться повышенный спрос, возрастет, а национальной, соответственно, упадет с E_3 до E_1.

Изменение национальной процентной ставки влияет на уровень валютного курса при условии, что ожидания изменения валютного курса и процентная ставка за рубежом остаются неизменными (рис. 7.3) Пусть, как и прежде, валютный рынок находится в равновесии в точке *A*. Если национальная процентная ставка повышается, это означает, что обозначающая ее прямая сдвигается вправо на уровень r_3. В результате паритет процентных ставок достигается в точке *C*, в которой курс национальной валюты равен E_3, т.е. выше, чем до роста национальной процентной ставки. В противоположном случае, когда национальная процентная ставка снижается, ее график сдвигается влево на уровень r_2. В результате курс национальной валюты также падает до уровня E_2.

Теперь допустим, что постоянными являются ожидания изменения валютного курса и национальная процентная ставка, но изменяется процентная ставка за рубежом (рис. 7.4). В случае ее повышения кривая ожидаемых доходов от иностранных депозитов сместится вправо на уровень r_2, валютный рынок будет в равновесии в точке *B*, в которой курс национальной валюты упадет до E_2. В противоположной ситуации, если процентная ставка за рубежом падает, кривая ожидаемых доходов от иностранных депозитов смещается влево на уровень r_3, рынок оказывается в равновесии в точке *C*, в которой курс национальной валюты растет до E_3.

Рис. 7.3. **Влияние изменения внутреннего процента на валютный курс**

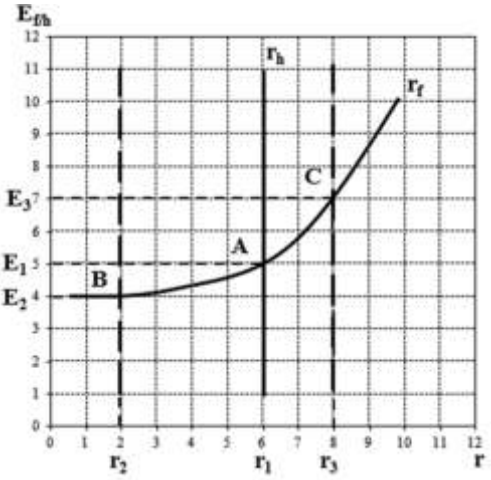
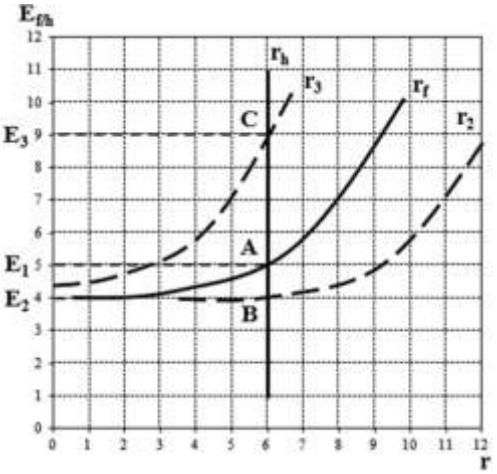


Рис. 7.4. **Влияние изменения процента за рубежом на валютный курс**



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

иностранных депозитов вправо, что ведет к падению текущего курса национальной валюты.

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

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

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

Международный эффект Фишера

Теория паритета процентных ставок как основы определения валютного курса в будущем была бы неполной, если не учесть влияние инфляции. Номинальная процентная ставка всегда включает ожидаемый уровень инфляции, с тем чтобы доход банка по предоставляемым кредитам был положительным. Инвесторы, выбирая, в какой стране и в какой валюте вложить капитал, обязательно оценивают темп грядущего обесценения этой валюты, чтобы получить положительный процент в национальной валюте. Инвестора интересует реальная процентная ставка — номинальная процентная ставка, объявленная банком, минус темп инфляции. Впервые связь между процентной ставкой и темпом инфляции четко описал американский статистик И. Фишер (*биографическая справка 7.1*). Он показал, что рост прогнозируемого уровня инфляции приводит к пропорциональному росту процентных ставок и, напротив, снижение уровня прогнозируемой инфляции ведет к снижению уровня процентных ставок. Обычно эту закономерность называют эффектом Фишера. Однако, используя знания об относительном ППС и паритете процентных ставок, можно определить закономерности изменения валютного курса исходя из относительных изменений инфляции и процентных ставок между двумя странами.

В соответствии с теорией относительного ППС изменение обменного курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровня цен (инфляции) в этих странах, т.е. $\pi_h - \pi_f = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t}$.

С другой стороны, из условия паритета процентных ставок $\frac{E_{t+1} - E_t}{E_t} = r_h - r_f$ следует, что изменение обменного курса между валютами двух стран равняется разности процентных ставок между этими странами. Объединяя эти условия в одно уравнение, можно установить закономерность изменения валютного курса, которая представляет эффект Фишера в его изначальном толковании.

Биографическая справка 7.1

Ирвин Фишер (Irving Fisher), 1867–1947

Выдающийся американский экономист и статистик. Профессор математической статистики Йельского университета, он обратился к экономике, внедрив в нее математический аппарат исследований. Он является автором элегантной теории процентных ставок, изложенной в книге «Теория процента» (*The Theory of Interest*), впервые опубликованной в 1906 г. Там же он обратил внимание на различие реальной и номинальной процентной ставок. Фишер показал, что изменения в номинальной процентной ставке совсем необязательно связаны с оценкой реальных доходов на инвестиции, а могут быть продиктованы чисто инфляционными соображениями, ведь все инвесторы хотят получить реальные, т.е. за вычетом инфляции, обесценивающей их, доходы на свои вложения. Фишер развил количественную теорию денег и предложил свою оригинальную теорию денежной политики. Помимо экономики он заметно преуспел в математике, опубликовав несколько учебников и в этой сфере.

Задолго до Первой мировой войны он выступил с идеей создания Лиги Наций как механизма поддержания мира. Кроме того, Фишер является изобретателем многих механических приспособлений. Например, используемая кое-где и поныне вращающаяся картотека принесла ему около миллиона долларов чистой прибыли. Способности выдающегося экономиста и математика не спасли его от рыночных потрясений. Во время кризиса 1929 г. он и его семья потеряли на фондовой бирже практически все свое состояние – около 9 млн. долл.

Страдая от туберкулеза, Фишер написал несколько популярных книжек о том, как надо правильно питаться и продлить тем самым свою жизнь. Он увлекался евгеникой – наукой, занимающейся улучшением наследственности, – и поэтому активно участвовал в антиалкогольных и антитабачных кампаниях.

@ *Эффект Фишера* (*Fisher effect*) – в долгосрочной перспективе изменение курса национальной валюты равно разности процентных ставок и разности прогнозируемых в них темпов инфляции между двумя странами

$$\frac{E_{t+1} - E_t}{E_t} = r_h - r_f = \pi_h - \pi_f.$$

Эта формула устанавливает прямую связь между номинальной процентной ставкой, темпом инфляции и валютным курсом: изменение курса валюты равно разнице в уровнях инфляции между странами и разнице в уровнях номинальных процентных ставок в них. Более высокий ожидаемый темп инфляции в свой стране приводит к установлению национальными коммерческими банками более высоких номинальных процентных ставок, чем за рубежом, поскольку в них заложены инфляционные ожидания. Рост инфляции ведет к росту номинального процента, поскольку инвесторы ожидают получать доход как минимум, равный или превышающий темп инфляции, т.е. положительный в реальном выражении. Высокая ожидаемая инфляция, включенная в номинальный процент, может сделать реальный процент в свой стране ниже, чем за рубежом что, в свою очередь, сократит приток иностранной валюты и приведет к обесценению национальной валюты по сравнению с иностранной.

Процентная ставка внутри страны должна равняться процентной ставке за рубежом плюс процент обесценения на-

циональной валюты за то время, на которое установлена процентная ставка.

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

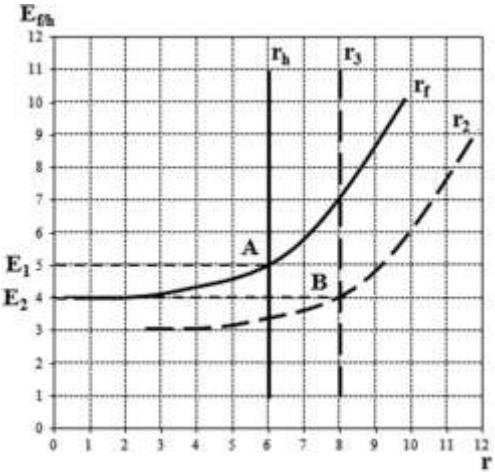
Как отмечалось выше, номинальная процентная ставка равна сумме реальной процентной ставки и ожидаемого темпа инфляции. Если r^n – номинальная процентная ставка (*nominal interest rate*), r^r– реальная процентная ставка (*real interest rate*), π – темп ожидаемой инфляции (*inflation rate*), тогда, в соответствии с эффектом Фишера, $r^n = r^r + \pi$. Из уравнения видно, что номинальная процентная ставка может измениться по двум причинам: во-первых, в результате изменения реальной процентной ставки и, во-вторых, из-за изменения инфляционных ожиданий. В зависимости от того, какой из компонентов приводит к изменению номинальной процентной ставки, курс национальной валюты либо растет, либо падает.

- Рост номинальной процентной ставки из-за роста реальной процентной ставки r^r ведет к росту курса национальной валюты. Этот случай графически ничем не отличается от изображенного на рисунке 7.2, когда национальная процентная ставка растет, сдвигая ее график вправо на уровень r_3, что означает рост курса с E_1, до E_3.
- Рост номинальной процентной ставки из-за роста инфляционных ожиданий π ведет к падению курса национальной валюты. Графическая интерпретация этого случая принципиально иная (рис. 7.5).

Возрастая из-за инфляционного компонента, национальная процентная ставка, как и прежде, перемещается на графике вправо на уровень r_3. Однако, кривая ожидаемых доходов на иностранные депозиты из-за резкого обесценения в результате инфляции национальной валюты также переместится вправо – и в большей степени, чем кривая национальной процентной ставки. В результате первоначальный паритет процентных ставок, достигаемый в точке *A* при курсе E_1, переместится в новую точку *B*, где курс национальной валюты будет E_2, т.е. выше, чем изначально.

Ряд исследований показал, что в результате инфляции курс национальной валюты обычно обесценивается в боль-

Рис. 7.5. **Влияние изменения номинальной процентной ставки на валютный курс**



шей степени, чем растет национальная процентная ставка. В результате доход по иностранным депозитам все равно оказывается выше, чем по депозитам в национальной валюте, что приводит к оттоку капитала и снижению курса национальной валюты. Если правительство в преддверии выборов объявляет об увеличении социальных расходов, то вполне вероятно ожидать роста инфляции. Рост инфляционных ожиданий отразится на росте уровня процента, ибо никто не захочет инвестировать, если предлагаемый номинальный процент будет ниже инфляции. В этой ситуации рост предложения денег приведет к падению курса национальной валюты, который произойдет на фоне растущего процента. В противоположной ситуации прогнозируемая инфляция в результате грамотной бюджетной и денежной политики остается постоянной и национальные активы в силу своей надежности притягивают иностранных инвесторов. Поскольку активы деноминированы в национальной валюте, иностранцы повышают свой спрос на нее и курс национальной валюты растет.

Денежная теория курса

Выше было показано, что соотношение цен является фактором, сдвигающим спрос между национальными и иностранными товарами и, следовательно, спрос на валюту для совершения платежей по текущему счету платежного баланса. Далее было показано, что соотношение реальных процентных ставок является фактором, сдвигающим спрос между национальными и иностранными активами и, следовательно, спрос на валюту для совершения платежей по финансовому счету платежного баланса. В этих двух случаях спрос на иностранную валюту и ее предложение возникают в силу действий частных экономических агентов – фирм, банков, физических лиц.

Однако, помимо частных агентов, предъявлять спрос на иностранную валюту и осуществлять ее предложение на рынок может государство, чаще всего в лице Центрального банка. Если частные агенты, покупая и продавая валюту, руководствуются мотивами максимизации прибыли, то ЦБ исходит из общегосударственных интересов. Поэтому ЦБ, покупая иностранную валюту в государственные резервы или продавая ее, в состоянии изменить по своему усмотрению баланс спроса и предложения валюты на валютном рынке и, следовательно, валютный курс. Операции ЦБ с иностранной валютой показаны в отдельном счете под чертой платежного баланса как финансирующие операции.

ЦБ по собственному усмотрению устанавливает режим собственных интервенций на валютном рынке для достижения целей макроэкономической политики. Если целью является поддержание фиксированного режима валютного курса, то ЦБ вынужден покупать и продавать иностранную валюту в таких масштабах, чтобы курс национальной валюты по отношению к иностранной оставался неизменным. В случае осуществления режима фиксированного валютного курса ЦБ не может контролировать ни размер своих чистых иностранных активов, ни, как следствие, национальную денежную массу в национальной валюте. Представим баланс ЦБ как сумму спроса на чистые иностранные активы *NFA* и чистые внутренние активы *NDA*, которая равна предложению резервных денег:

$$NFA + NDA = RM.$$

NFA ЦБ состоят из резервных активов, которые показываются под чертой в платежном балансе. Если ЦБ вынужден постоянно манипулировать своими *NFA*, продавая и покупая иностранную валюту с единственной целью поддержать курс национальной валюты фиксированным, очевидно, что он не может проводить

долгосрочную денежную политику. Предполагая, что *NDA* постоянны, изменение предложения резервных денег *RM* будет экзогенным, поскольку в основном зависит от колебаний *NFA*. Только в случае стерилизационных операций, компенсирующих колебания *NFA*, ЦБ может воздействовать на предложение резервных денег в краткосрочной перспективе. Таким образом, при фиксированном режиме курса национальной валюты ни предложение денег, ни чистые иностранные активы не являются переменными, которые ЦБ мог бы изменять по своему усмотрению.

При фиксированном режиме курса ЦБ не в состоянии осуществлять какую-либо денежную политику или влиять на размер своих резервов и, следовательно, денежной массы. Однако, фиксировав курс, ЦБ своей политикой компенсирует влияние на него всех остальных вышерассмотренных потоков иностранной валюты по текущему и финансовому счетам платежного баланса, делая проблему определения тенденций курса национальной валюты тривиальной, поскольку он зависит только от политики валютного курса ЦБ.

В случае плавающего режима валютного курсу возникает принципиально иная ситуация. ЦБ не берет на себя обязательство поддерживать курс национальной валюты на определенном уровне и может поэтому манипулировать *NFA* и, как следствие, *RM* по своему усмотрению. ЦБ может, например, поставить цель аккумулировать валютные резервы до определенного уровня. Это будет означать покупку ЦБ иностранной валюты за национальную на валютном рынке и расширение тем самым предложения денег. ЦБ может также поставить перед собой задачу контроля предложения денег с целью ограничения инфляции и, напротив, продавать иностранную валюту из резервов для сокращения предложения национальной валюты. Наконец, ЦБ может решить управлять движением курса национальной валюты, не фиксируя его. В этих целях, оценивая состояние спроса и предложения на иностранную валюту, проистекающих из расчетов по текущему и финансовому счетам платежного баланса, ЦБ будет продавать иностранную валюту из резервов, если считает необходимым поддержать падающий курс национальной валюты, и, напротив, приобретать иностранную валюту в резервы с целью сдерживания роста курса национальной валюты.

Покупка и продажа иностранной валюты ЦБ непосредственно влияет на предложение денег в стране в национальной валюте, которым ЦБ в этом случае может управлять по своему усмотрению. Поэтому при плавающем режиме курса в своей стране и стране валюты котировки, возможно построить денежную теорию валютного курса.

@ *Денежная теория валютного курса* (*monetary theory of the exchange rate*) – курс национальной валюты определяется относительным спросом и предложением денег между двумя странами.

В коротком периоде можно предположить, что вследствие изменения предложения денег изменяются только процентные ставки, тогда влияние изменения предложения денег на экономический рост и инфляцию незначительны. Добавим к рисунку 7.4 стандартную диаграмму баланса спроса и предложения на денежном рынке – спроса M^D на реальные деньги и их предложения M^s, развернув ее на 90° по часовой стрелке. В результате абсциссы двух рисунков, показывающие одно и то же – доход в национальной валюте или национальную процентную ставку, сольются, верхняя часть оси ординат будет показывать изменение валютного курса (как и прежде, движение вверх будет означать его рост), а нижняя часть – изменение денежной массы (движение вниз означает рост). Внутренний денежный рынок находится в состоянии равновесия в точке *A*, в которой реальное пред-

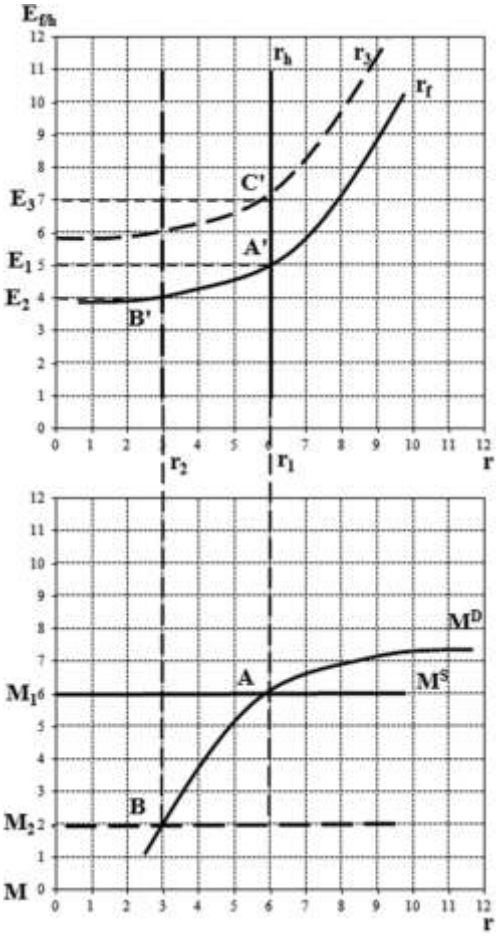
ложение денег равно спросу на них. Это состояние равновесия достигается при процентной ставке, равной r_1, которая и определяет прямую доходов на депозиты в национальной валюте на верхней части рисунка. Ожидаемые доходы в национальной валюте от депозитов в иностранной валюте, как было показано в предыдущем параграфе, напрямую зависят от тенденции развития валютного курса. Баланс спроса и предложения на национальные/зарубежные депозиты зависит от соотношения процентных ставок по ним и достигается в точке A', которая и определяет равновесный валютный курс E_1 при условии паритета процентных ставок.

Посмотрим теперь, как увеличение предложения денег национальным ЦБ повлияет на курс национальной валюты. Допустим, ЦБ покупает иностранную валюту и увеличивает тем самым предложение национальной валюты. ЦБ страны, к валюте которой котируется курс национальной валюты, предложение денег не изменяет. Рост денежной массы означает сдвиг кривой ее предложения вниз на уровень M_2, в результате чего баланс внутреннего денежного рынка переместится в точку B' и приведет к падению процентной ставки внутри страны до уровня r_2.

При такой снизившейся процентной ставке депозиты в национальной валюте станут менее привлекательными, инвесторы переместят свои средства за рубеж, и баланс валютного рынка депозитов переместится в точку B', в которой курса национальной валюты снизится до уровня E_2. Аналогичным образом нетрудно показать, что сокращение национальной денежной массы, например, вследствие продажи центральным банком иностранной валюты, будет показано сдвигом ее графика вверх на нижней диаграмме и приведет к росту курса национальной валюты.

Если поставить несколько иную задачу и посмотреть, как изменение денежной массы в зарубежной стране влияет на курс национальной валюты, то рисунок 7.6 можно проанализировать, наоборот, сверху вниз. Предположив, что предложение денег в своей стране остается неизменным, увеличение предложения денег в зарубежной стране приведет к падению ее процентной ставки, что будет означать сдвиг кривой ожидаемых доходов в национальной валюте от депозитов в иностранной валюте влево на уровень r_3, ведь для любого уровня валютного курса сокращение процентной ставки за рубежом означает сокращение ожидае-

Рис. 7.6. **Влияние предложения денег на валютный курс в коротком периоде**



мых доходов от зарубежных инвестиций. Если изначально валютный рынок за рубежом находился в равновесии в точке A', то увеличение там предложения денег переместило его в точку C', что ведет к падению курса иностранной валюты и, соответственно, росту курса национальной валюты до E_3. Как видно, все изменения произошли за рубежом, на верхнем рисунке; национальный денежный баланс и процентная ставка, показанные на нижнем, остались без изменений.

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

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

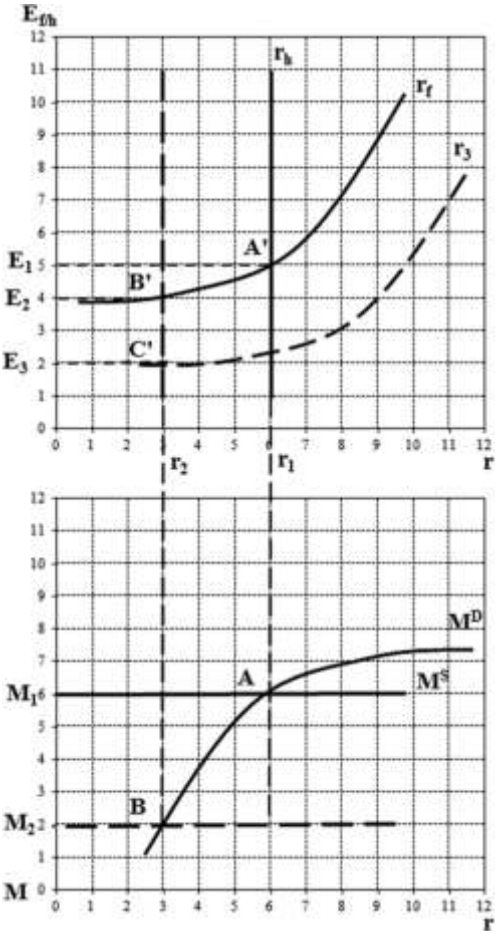
В длинном периоде вполне возможно, что изменение предложения денег приведет одновременно к изменению процента, экономического роста и инфляции. Денежная теория валютного курса предлагает два объяснения его изменения в долгосрочной перспективе: с точки зрения теории ожиданий и с точки зрения ППС. Долгосрочность перспективы означает даже не столько достаточно продолжительный отрезок времени, сколько такое гипотетическое состояние экономики, при котором полностью использованы все имеющиеся факторы производства и все ресурсы, а также существует полная занятость.

Предложение денег пропорционально росту цен и функционально зависит от процента и реального производства: $M^S = Pf(r, Y)$. Если процентная ставка r и реальное производство Y остаются неизменными, то, скажем, при росте цен в 2 раза ($2P$) для соблюдения равновесия денежного рынка потребуется в 10 раз больше денег ($2M^S$). Тем самым долгосрочный рост денежной массы в стране приводит к пропорциональному повышению уровня цен в ней. Но в числе прочих цен числится и специфическая цена — курс национальной валюты, представляющий собой цену единицы национальной валюты в некотором количестве единиц иностранной валюты.

Рисунок 7.7 иллюстрирует влияние на курс долгосрочного увеличения денежной массы. Если исследовать его по тому же принципу, что и рисунок 7.6, то на нижнем графике никаких изменений нет. Внутренний денежный рынок находится в состоянии равновесия в точке A, в которой реальное предложение денег равно спросу на них. Рост денежной массы означает сдвиг ее прямой вниз на уровень M_2, в результате чего баланс внутреннего денежного рынка переместится в точку B, что приведет к падению процентной ставки до уровня r_2, При такой снизившейся процентной ставке депозиты в национальной валюте станут менее привлекательными и произойдет отток капитала за рубеж. Но баланс валютного рынка не переместится, как прежде, в точку B', в которой курс национальной валюты снизится до уровня E_2.

В длинном периоде из-за того что рост предложения денег считается долгосрочным и постоянным, все ожидают долгосрочного роста уровня цен, включая цену иностранной валюты в национальной, т.е. падения курса национальной валюты. Но ведь обесценение национальной валюты повышает доходность вложений в иностранные депозиты, в результате чего ее кривая сдвинется вправо на уро-

Рис. 7.7. **Влияние предложения денег на валютный курс в длинном периоде**



вень r_3. Равновесие валютного рынка будет достигнуто не в точке B', а в точке C'. В результате этого обесценение национальной валюты окажется большим, нежели при отсутствии инфляционных ожиданий: с E_1 до E_3, а не до E_2. При этом заметим, что в результате долгосрочного роста денежной массы процентная ставка r изменилась так же, как и в коротком периоде, а уровень реальных доходов Y вообще не изменился.

Таким образом, в длинном периоде справедливо следующее:

- Национальная валюта обесценивается пропорционально росту денежной массы. Цены внутри страны, включая цену иностранной валюты, растут пропорционально росту национальной денежной массы.
- Изменения в денежной массе меняют масштаб цен, но не сказываются на долгосрочных значениях процентной ставки и реального производства.

К схожим выводам приводит и комбинация теории ППС курса национальной валюты с его денежной теорией. Предложение денег M^S считается жестко контролируемым центральным банком, а спрос на деньги пропорционален уроню цен и зависит от процентной ставки и уровня доходов $Pf(r, Y)$. Из равенства спроса и предложения на денежном рынке $M^S = Pf(r, Y)$ нетрудно получить уравнения уровней цен своей страны $P_h = \dfrac{M_h^S}{f(r_h Y_h)}$ и зарубежной $P_f = \dfrac{M_f^S}{f(r_f Y_f)}$, зависящих от объемов предложения денег в каждой из них.

Разделив уровень цен за рубежом на уровень цен внутри страны в соответствии с теорией абсолютного ППС $E_{f/h} = \dfrac{P_f}{P_h}$ и подставив вместо цен полученные выше уравнения, можно получить следующее выражение: $E_{f/h} = \dfrac{P_f}{P_h} = \dfrac{M_f^S}{M_h^S} \dfrac{f(r_h Y_h)}{f(r_f Y_f)}$.

Первая скобка в правой части формулы – это не что иное, как соотношение предложения денег за рубежом и внутри страны, а вторая – соотношение реального спроса на деньги в своей стране и зарубежной. Если предположить, что межстрановых ограничений на передвижение капитала не существует, то процентная ставка в результате арбитража должна быть одинаковой в обеих странах, т.е. $r_h = r_f$. Размеры ВНП в каждой из стран (Y_h и Y_f) можно предположить постоянными. В результате вторая скобка

в правой части уравнения остается постоянной.

Поскольку валютный курс – явление межгосударственное, то для его определения важны не абсолютный уровень процентных ставок в каждой из стран, а, как следует из подхода через соотношение доходности активов, их разность, так же как не абсолютный уровень доходов, а их соотношение. Поэтому соотношение реального спроса на деньги в зарубежной стране с реальным спросом на деньги в данной стране можно представить как новую функцию от разности процентных ставок и соотношения доходов:

$$\frac{f(r_h Y_h)}{f(r_f Y_f)} = \varphi(r_h - r_f, \frac{Y_h}{Y_f}).$$

Учитывая условие паритета процентных ставок, развитое эффектом Фишера, свидетельствующее, что разность процентных ставок равна разности ожидаемой инфляции $r_h - r_f = \pi_h - \pi_f$, формула денежного подхода приобретает следующий вид

$$E_{f/h} = \frac{M_f^S}{M_h^S} \times \varphi(\pi_h - \pi_f, \frac{Y_h}{Y_f}).$$

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

- Рост предложения денег внутри страны или сокращение их предложения в зарубежной стране приводит к обесценению курса национальной валюты. Напротив, сокращение предложения денег внутри страны или увеличение их предложения в зарубежной стране приводит к росту курса национальной валюты. Рост денежной массы в России на 10% при неизменной денежной массе в США означает падение курса рубля по отношению к доллару на 10%. Рост денежной массы в России на 10% на фоне роста денежной массы в США тоже на 10% оставляет курс неизменным. Рост денежной массы в России на 10% по сравнению с ее ростом в США на 5% обесценивает рубль на 4,8%.
- Рост инфляционных ожиданий внутри страны ведет к обесценению курса национальной валюты в долгосрочной перспективе, а сокращение инфляционных ожиданий – к росту.
- Увеличение реальных доходов в стране ведет к росту курса ее валюты, сокращение реальных доходов – к падению курса ее валюты.

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

менной денежной массе за рубежом также ведет к обесценению ее валюты, но в большей степени, чем в краткосрочной перспективе, что связано с инфляционными ожиданиями. Денежная теория валютного курса исходит из справедливости в долгосрочной перспективе теории ППС и ограничена изучением чисто монетарных факторов образования валютного курса.

Общая теория валютного курса

Рассмотренные выше теории валютного курса оперировали прежде всего понятием номинального валютного курса, рассматривая закономерности его образования, будь то в краткосрочной или долгосрочной перспективе. Каждая из этих теорий имеет очевидные достоинства и недостатки. Большинство из рассмотренных теорий взаимно дополняют друг друга. Поэтому не удивительно, что уже на протяжении многих лет экономисты стремятся создать единую теорию валютного курса, которая, подобно стандартной модели международной торговли, впитала бы в себя все лучшее из остальных теорий.

В поисках такой синтетической модели основной акцент делается на фундаментальном вопросе: если теория ППС не соблюдается (а она не соблюдается в большинстве случаев), то на чем еще можно основывать теорию долгосрочного валютного курса? Одна из наиболее простых и логичных моделей была предложена американскими экономистами П. Кругманом и М. Обстфелдом[1]. Они взяли за отправную точку реальный валютный курс. Именно реальный курс, очищенный от инфляционных наслоений, и закономерности его долгосрочного, а не спекулятивного, краткосрочного развития являются важнейшими закономерностями международной макроэкономики. Реальный валютный курс отражает в себе всю совокупность взаимосвязей совокупного спроса и предложения на товары в каждой из стран и поэтому является феноменом скорее реального производства, нежели денежного хозяйства.

Обобщая модель, исследуем поведение реального валютного курса – номинального курса национальной валюты $E^n_{f/h}$ (количество иностранной валюты за единицу национальной) с поправкой на разницу в инфляции внутри страны и за рубежом ($\frac{P_h}{P_f}$). Определение реального валютного курса, используемое в общей модели, в принципе совпадает с традиционным

$$E^r_{f/h} = E^n_{f/h}\frac{P_h}{P_f}.$$

Важное различие заключается в трактовке уровня цен за рубежом P_f и внутри страны P_h, которые рассматриваются как индексы не общего уровня цен, а только цен тех товаров, желание приобрести которые провоцирует рост спроса резидентов на деньги. Это может быть, например, стоимость набора товаров, которые обычно приобретает средняя семья в данной стране и в зарубежной стране в течение недели. В силу страновых различий в предпочтениях товарный состав этих корзин и вес аналогичных товаров в них будут разными. Если уровни цен остаются неизменными, то падение/рост номинального валютного курса всегда означает падение/рост реального курса.

Если соблюдается относительный ППС, то никакое изменение номинального курса не может изменить реальный курс. Например, рост E^n на 20% будет компенсирован падением на 20% соотношения $\frac{P_h}{P_f}$, в результате чего E^r не изменится. Теория же абсолютного ППС

[1] Krugman P., Obstfeld M., Melitz M. International Economics: Theory and Policy, 2012.

исходила из определения номинального валютного курса путем сопоставления стоимости абсолютно одинаковых корзин товаров в двух странах. Из нее следовало, что если внести поправку на инфляцию к стоимости каждой корзины, т.е. перевести ее стоимость из номинальной в реальную, реальный валютный курс должен оставаться постоянным. Если полагать темпы инфляции известными, то изменения именно реального валютного курса являются главной причиной изменений в номинальном курсе.

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

$$E^n = E^r \frac{P_f}{P_h}.$$

Как видно, результат очень близок к формуле номинального курса на основе абсолютного ППС, но вносит в нее важнейшую поправку – реальный валютный курс, который определяется и иными, нежели простое соотношение цен, факторами. Единственное, что надо сделать теперь, это, как и в денежной модели, заменить цены внутри страны и за рубежом на их выражение через денежную массу, процентную ставку и реальное производство и учесть, что соотношение реального спроса на деньги в зарубежной стране с реальным спросом на деньги в своей стране можно представить как новую функцию от разности процентных ставок и соотношения доходов:

$$\frac{f(r_h Y_h)}{f(r_f Y_f)} = \varphi(r_h - r_f, \frac{Y_h}{Y_f}).$$

и после соответствующих преобразований можно получить следующее

$$E^n = E^r \frac{P_f}{P_h} = E^r \frac{M_f^S}{M_h^S} \frac{f(r_h Y_h)}{f(r_f Y_f)} =$$

$$= E^r \frac{M_f^S}{M_h^S} \varphi(r_h - r_f, \frac{Y_h}{Y_f}).$$

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

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

$$\frac{E_{t+1}^r - E_t^r}{E_t^r} = \frac{E_{t+1}^n - E_t^n}{E_t^n} - (\pi_{t+1}^h - \pi_{t+1}^f).$$

Как было установлено выше, при изучении паритета процентных ставок, в долгосрочной перспективе изменение процентных ставок между странами равно изменению валютного курса. Заменив в уравнении паритета процентных ставок правую часть на формулу изменения номинального валютного курса, получим связь изменений процентных ставок с из-

менением реального валютного курса и темпов инфляции в каждой из стран (обозначив при этом изменение реального валютного курса как

$$r_h - r_f = \frac{E^r_{t+1} - E^r_t}{E^r_t} + \left(\pi^h_{t+1} - \pi^f_{t+1}\right) =$$
$$= \Delta E^r + \left(\pi^h_{t+1} - \pi^f_{t+1}\right)$$

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

Наконец, определив разность процентных ставок через изменение реального валютного курса и темпов инфляции, можно записать формулу общей теории валютного курса в окончательном виде:

$$E^n = E^r \frac{M^S_f}{M^S_h} \varphi(\Delta E^r + \left(\pi^h_{t+1} - \pi^f_{t+1}\right), \frac{Y_h}{Y_f}).$$

Эта общая модель валютного курса включает основные факторы, влияющие на номинальный курс национальной валюты. Первые три из них – те же, что и в денежной теории валютного курса, а четвертый – специфический для данной модели и самый главный. С точки зрения курса национальной валюты:

- Изменения в денежной массе (относительном предложении денег) между странами приводят к пропорциональным изменениям в курсе национальной валюты. Относительный рост национальной денежной массы в своей стране M^S_h по сравнению с денежной массой в стране, к чьей валюте котируется национальная валюта, приводит к обесценению курса национальной валюты.
- Относительный рост прогнозируемой инфляции внутри страны π^h_{t+1} по сравнению с зарубежной страной ведет к обесценению курса национальной валюты.
- Рост реальных доходов внутри страны Y_h, когда ее жители получают возможность приобретать больше товаров и услуг, при неизменности остальных параметров приводит к росту реального и номинального курса национальной валюты.
- Изменения реального производства влекут неоднозначные последствия для номинального валютного курса, поскольку оказывают противоположное влияние на реальный курс и на реальный спрос на деньги. Относительный рост совокупного спроса внутри страны по сравнению со спросом в зарубежной стране приводит к долгосрочному росту реального курса национальной валюты. Относительный рост совокупного предложения внутри страны по сравнению с предложением в зарубежной стране приводит к падению реального курса национальной валюты.

Логика построения общей модели валютного курса суммирована в таблице 7.2.

Общая теория валютного курса соглашается в целом с выводами денежной

Таблица 7.2. **Логика построения общей теории валютного курса**

1	Выписать уравнение номинального курса национальной валюты	$E^n = E^r \frac{P_f}{P_h}$
2	Вывести уровень цен из равновесия денежного рынка	$P_h = \frac{M_h^S}{f(r_h Y_h)}$ $P_f = \frac{M_f^S}{f(r_f Y_f)}$
3 = 1 + 2	Выразить номинальный курс через соотношение цен	$E^n = E^r \frac{P_f}{P_h} = E^r \frac{M_f^S}{M_h^S} \frac{f(r_h Y_h)}{f(r_f Y_f)}$
4	Представить соотношение реального спроса на деньги в зарубежной стране с реальным спросом на деньги в своей стране как функцию от разности процентных ставок и соотношения доходов	$\frac{f(r_h Y_h)}{f(r_f Y_f)} = \varphi(r_h - r_f, \frac{Y_h}{Y_f})$
5 = 3 + 4	Выразить номинальный курс через равновесие денежного рынка	$E^n = E^r \frac{M_f^S}{M_h^S} \varphi(r_h - r_f, \frac{Y_h}{Y_f})$
6	Выписать уравнение паритета процентных ставок	$r_h - r_f = \Delta E^r + \left(\pi_{t+1}^h - \pi_{t+1}^f\right)$
7 = 5 + 6	Выразить номинальный курс через реальный курс, соотношение предложения денег, уровень ожидаемой инфляции и реального дохода	$E^n = E^r \frac{M_f^S}{M_h^S} \varphi(\Delta E^r + \left(\pi_{t+1}^h - \pi_{t+1}^f\right), \frac{Y_h}{Y_f})$

теории о влиянии роста денежной массы, инфляции и доходов на валютный курс. Но она вносит поправку на тенденции развития совокупного спроса и предложения в каждой из стран, определяющих реальный валютный курс. Их воздействие на реальный валютный курс, а через него и на номинальный весьма разнообразно и не поддается точной алгебраической формализации.

Гиперреакция валютного курса

Теории гиперреакции валютного курса пытаются объяснить его резкие скачки в коротком периоде, которые не соответствовали фундаментальным экономическим закономерностям и его значению в длинном периоде. Если бы товарные цены были абсолютно гибкими и изменялись так же скачкообразно, как и денежная масса, то процентная ставка не менялась бы вообще, поскольку реальное предложение денег оставалось бы прежним, а валютный курс также скачком образно переходил на уровень нового долгосрочного равновесия. Но товарные цены оказываются крайне негибкими, особенно в краткосрочной перспективе, несмотря на то, что в долгосрочной перспективе соблюдается денежный нейтралитет.

@ *Денежный нейтралитет* (*money neutrality*) – в долгосрочной перспективе рост/сокращение денежной массы на единицу должны сопровождаться ростом/сокращением на единицу всех цен, включая курс национальной валюты, оставляя неизменным реальное предложение денег, реальную процентную ставку и другие реальные макроэкономические переменные.

Денежный нейтралитет свидетельствует, что в длинном периоде все макроэкономические показатели, включая валютный курс, должны быть более стабильными, нежели в коротком. Однако, как показывает практика, двигаясь от одного равновесного состояния к другому, обозначенному в долгосрочной перспективе основополагающими макроэкономическими факторами, на краткосрочном отрезке значение валютного курса может опередить его долгосрочное значение, но затем вернуться к нему позже.

@ *Гиперреакция валютного курса* (*exchange rate overshooting*) – диспропорциональные резкие изменения значений валютного курса в краткосрочной перспективе по сравнению с его долгосрочными значениями, определяемыми основополагающими макроэкономическими факторами.

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

Главная причина гиперреакции заключается в том, что курс национальной валюты оказывается значительно более гибкой ценой, чем большинство других цен, и, в отличие от них, практически немедленно реагирует на любые экономические и даже неэкономические изменения. Взаимосвязь экономических явлений при гиперреакции следующая (рис. 7.8).

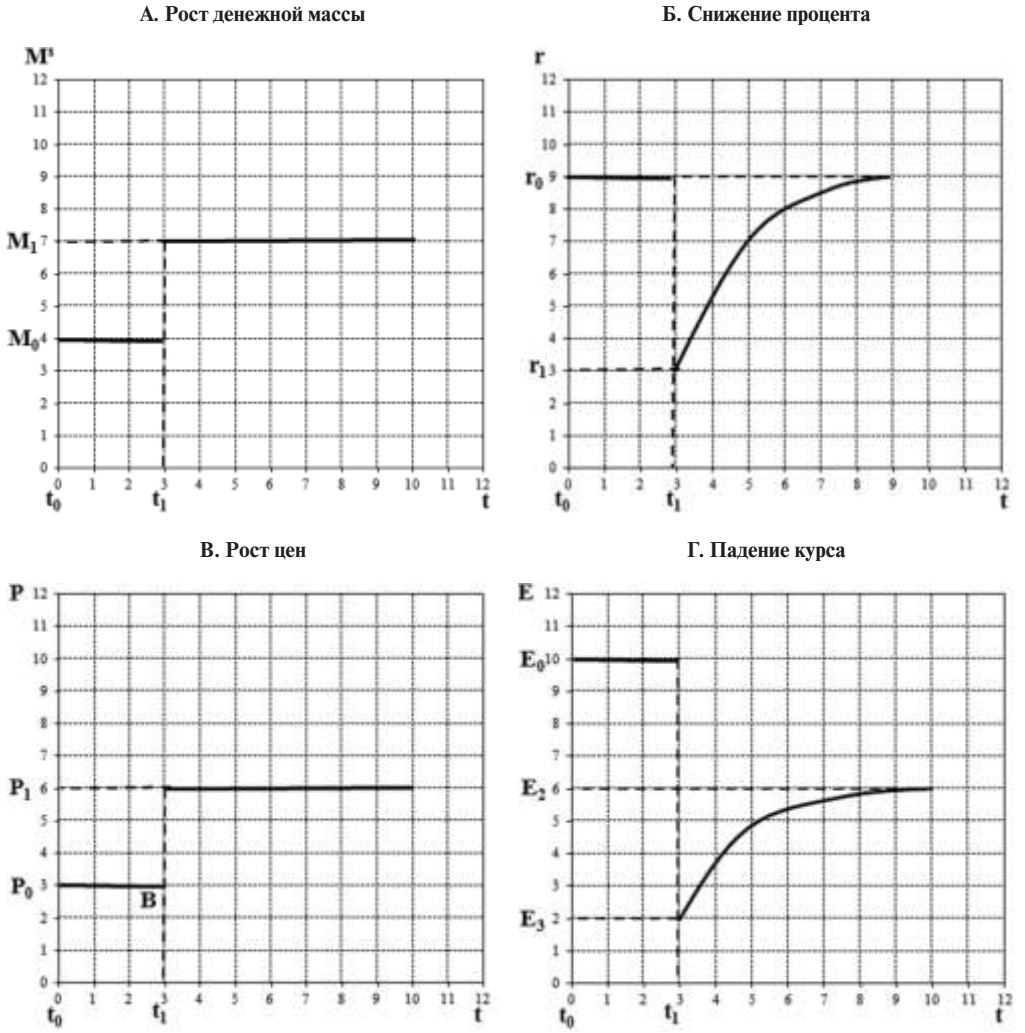
Денежные власти на промежутке времени $[t_0 t_1]$ поддерживают денежную массу на постоянном уровне M_0. В этой ситуации процентная ставка (r_0), уровень цен (P_0) и курс национальной валюты (E_0) также остаются постоянными. В момент времени t_1 ЦБ увеличивает денежную массу до уровня M_1, например, вследствие покупки иностранной валюты в резервы (рис 7.8А). В результате процентная ставка, будучи довольно гибкой ценой, также проявляет гиперреакцию и изначально падает до уровня r_1, большего, чем рост денежной массы (рис. 7.8Б), но потом постепенно возвращается на свой изначальный равновесный уровень. Уровень товарных цен (рис. 7.8В), будучи менее гибким, начинает расти, но очень постепенно, пока не достигнет нового равновесного уровня, увеличившись ровно настолько, насколько выросла денежная масса.

Курс национальной валюты проявит гиперреакцию и обесценится до уровня E_3, т.е. значительно сильнее, чем должно было бы быть, исходя из фундаментальных закономерностей. Но впоследствии его курс повысится до уровня долгосрочного равновесия E_2, который будет соответствовать новому уровню цен (рис. 7.8Г).

Гиперреакция валютного курса, будучи преимущественно денежным феноменом, может также проявляться в результате и других подвижек в основополагающих экономических факторах – колебаний на рынках труда, капитала, торгового баланса и пр. Это явление – одна из причин высокой краткосрочной неустойчивости валютного курса.

Рассмотренные выше теории курса национальной валюты устанавливают некоторые общие закономерности его изменения в связи с изменением других макроэкономических показателей. Если принять во внимание, что изменяется

Рис. 7.8. **Гиперреакция валютного курса**



только один из перечисленных ниже показателей, при том что все остальные остаются неизменными, как в своей стране так и в странах-экономических партнерах, то общие закономерности движения курса национальной валюты по отношению к иностранной можно представить следующим образом (табл. 7.3).

РЕЗЮМЕ

1. Подход к определению курса национальной валюты с точки зрения платежного баланса – частный случай теории общего макроэкономического равновесия. В соответствии с ним курс национальной валюты определяется, исходя из основных потоков платежей между резидентами и нерезидентами по платежному

Таблица 7.3. **Факторы, определяющие курс национальной валюты**

Внутренние факторы анализируемой страны		Движение курса	
		Рост	Снижение
Дефицит платежного баланса	Рост		x
	Снижение	x	
Наблюдаемая инфляция	Рост		x
	Снижение	x	
Реальный процент	Рост	x	
	Снижение		x
Инфляционные ожидания	Рост		x
	Снижение	x	
Импортные ограничения	Рост	x	
	Снижение		x
Экспортные ограничения	Рост		x
	Снижение	x	
Спрос на экспорт	Рост	x	
	Снижение		x
Спрос на импорт	Рост		x
	Снижение	x	
Внутренний спрос	Рост	x	
	Снижение		x
Предложение денег	Рост		x
	Снижение	x	

балансу. С точки зрения отдельной страны, предложение иностранной валюты эквивалентно спросу на ее национальную валюту. Соответственно, спрос на иностранную валюту эквивалентен предложению национальной валюты. В целях определения равновесного курса национальной валюты в соответствии с этим теоретическим подходом, спрос на национальную валюту считается приблизительно равным экспорту товаров и услуг, притокам иностранного капитала для покупки национальных активов и продажам центральным банком иностранной валюты из резервов. Предложение национальной валюты равно сумме импорта товаров и услуг, оттоку капитала доля приобретения иностранных активов и покупки центральным банком иностранной валюты в резервы.

2. Потоки платежей по текущему счету платежного баланса обслуживают международную торговлю и во многом объясняются различием в ценах товаров и услуг между странами. Под паритетом покупательной способности понимается равенство покупательной способности различных валют при неизменном уровне цен в каждой из стран. В соответствии с законом одной цены в условиях совершенной конкуренции один и тот же товар в раз-

личных странах должен иметь одинаковую цену, если она выражена в одной и той же валюте. Исходя из этого строится теория абсолютного ППС, по которой обменный курс между валютами двух стран должен быть равен соотношению уровней цен в этих странах. В соответствии с теорией относительного ППС, изменение обменного курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровня цен в этих странах. Теория относительного ППС применима к прогнозированию валютного курса на долгосрочную перспективу, в условиях высокой монетарной инфляции для расчетов ориентировочного курса. В целом теории, основанные на ППС, обладают весьма ограниченным потенциалом вследствие искажения цен из-за отсутствия чистой конкуренции, наличия торговых барьеров и транспортных издержек, существования неторгуемых товаров и по другим причинам.

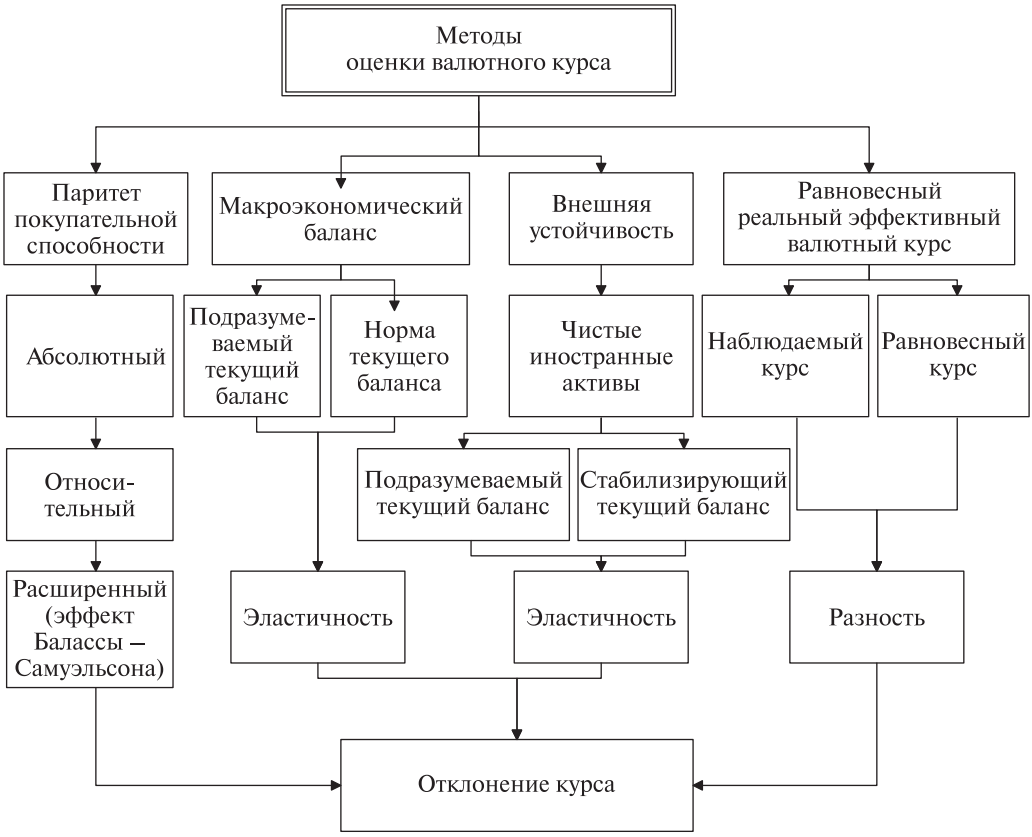
3. Потоки платежей по финансовому счету платежного баланса отражают торговлю финансовыми и прочими активами, которая во многом объясняется различием в процентных ставках между странами. В соответствии с этим подходом курс национальной валюты определяется соотношением доходности вложений внутри страны и за рубежом в различные активы, прежде всего в банковские депозиты и ценные бумаги. Для определения относительной доходности вложения в активы учитываются три показателя: процентная ставка у себя в стране, процентная ставка за рубежом и динамика валютного курса. Доход на вложения в иностранные активы в национальной валюте равен сумме/разности процентной ставки за рубежом и процента роста/обесценения курса иностранной валюты по отношению к национальной. При свободе международного передвижения капитала предполагается паритет процентных ставок: такой уровень процентных ставок внутри страны и за рубежом, при котором равные по размеру депозиты в каждой из них дают одинаковый доход при переводе в одну валюту. Теория паритета процентных ставок может не выполняться в коротком периоде из-за наличия ограничений на межстрановое передвижение капитала. Курс национальной валюты растет/падает при росте/падении национальных процентных ставок, при падении/росте процентных ставок за рубежом и при росте/падении ожидаемого в будущем роста курса национальной валюты. В длинном периоде изменение уровня валютного курса равно разности процентных ставок между двумя странами и разности прогнозируемых в них темпов инфляции. В соответствии с эффектом Фишера рост номинальной процентной ставки может произойти из-за роста реальной процентной ставки и роста ожидаемой инфляции. Рост номинального процента из-за роста его реального компонента ведет к росту курса национальной валюты. Его же рост из-за роста компонента инфляционных ожиданий является причиной падения курса национальной валюты.

4. Потоки платежей по счету резервных активов платежного баланса отражают валютную и денежную политику центрального банка. В условиях фиксированного режима валютного курса, денежная политика в длинном периоде невозможна. В условиях плавающего режима валютного курса ЦБ может проводить денежную политику, направленную на достижение макроэкономических целей страны в целом. Денежная теория валютного курса исходит из того, что валютный курс – это прежде всего денежный феномен. На его основе деньги одной страны обмениваются на деньги другой страны. Поэтому в долгосрочной перспективе уровень валютного курса зависит от соотношения предложения национальной валюты в каждой из стран. Предложение денег представляет собой выпуск денег

в обращение денежными властями и их последующее расширение за счет денежного мультипликатора. Спрос на деньги пропорционален уровню цен, зависит от номинальной процентной ставки и реальных доходов и показывает потребность в деньгах в реальном выражении. Денежный рынок внутри страны находится в равновесии, когда внутренний спрос на деньги равен их предложению, определяя тем самым равновесную процентную ставку и соответствующий ей размер спроса на реальные деньги. В коротком периоде рост денежной массы внутри страны при неизменной денежной массе за рубежом ведет к обесценению ее национальной валюты и наоборот. Рост денежной массы в зарубежной стране при неизменной денежной массе внутри данной страны ведет к росту курса национальной валюты последней и наоборот. В длинном периоде рост денежной массы внутри страны при неизменной денежной массе за рубежом также ведет к обесценению ее валюты, но в большей степени, чем в коротком периоде, что связано с инфляционными ожиданиями. Денежная теория валютного курса исходит из справедливости в долгосрочной перспективе теории ППС и ограничена изучением чисто монетарных факторов образования валютного курса.

5. Общая теория валютного курса синтезирует определение реального валютного курса, который изначально учитывает неденежные факторы, с денежной теорией, поскольку неденежные факторы, связанные с изменением реального спроса и предложения товаров и услуг, часть которых неторгуема, могут вызвать серьезные отклонения от теории ППС, на которой построена денежная теория валютного курса. Общая теория валютного курса соглашается с выводами денежной теории о влиянии роста денежной массы, инфляции и доходов на валютный курс. Но она вносит в нее поправку на тенденции развития совокупного спроса и предложения в каждой из стран, определяющих реальный валютный курс. Их воздействие на реальный валютный курс, а через него и на номинальный оказывается противоречивым, что является одной из важнейших причин сложности точного прогнозирования валютного курса. Колебания и неустойчивость валютного курса объясняются на основе теории его гиперреакции, в соответствии с которой возможны диспропорционально резкие изменения значений валютного курса в коротком периоде по сравнению с его долгосрочными значениями, определяемыми основополагающими макроэкономическими факторами.

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Норма текущего баланса
Паритет покупательной способности
  абсолютный
  относительный
Подразумеваемый текущий баланс
Подход внешней устойчивости
Подход макроэкономического баланса
Подход равновесного реального
  эффективного валютного курса
Эффект Балассы – Самуэльсона

8. Оценка равновесного уровня валютного курса

В практических целях оценка равновесного уровня валютного курса может основываться на нескольких теоретических подходах: паритете покупательной способности, макроэкономическом балансе, внешней устойчивости и равновесном реальном эффективном валютном курсе.

Подход паритета покупательной способности

Наиболее простой подход к определению соответствия валютного курса фундаментальным показателям основывается на концепции паритета покупательной способности. Подход *PPP* исходит из допущения, что номинальный валютный курс зависит только от соотношения уровней цен между странами. Один и тот же набор товаров имеет одинаковую цену в разных странах при выражении этих цен в одной валюте. Следовательно, валютный курс – это просто частное от деления цены корзины в одной стране на цену такой же корзины в другой, и изменения курса должны соответствовать изменению относительных цен.

Исходя из этого допущения, номинальный валютный курс можно записать как $NER_{hf} = C\frac{P_h}{P_f}$, где константа $C = 1$, если исходить из гипотезы абсолютного *PPP*, или $C > 0$, если исходить из гипотезы относительного *PPP*. Переписав формулу в виде $NER_{hf}\frac{P_f}{P_h} = C$, можно получить в левой части равенства реальный эффективный курс RER_{hf}, а в правой останется константа, т.е. $RER_{hf} = C$. Наконец, логарифмируя, можно получить $r_{hf} = c$, где строчные буквы означают логарифм соответствующей переменной. Остается только выяснить, чему равна константа.

- *Абсолютный паритет покупательной способности (absolute purchasing power parity, APPP)* – изменение курса между валютами двух стран равно изменению уровня цен в этих странах. В этом случае, $C = 1$ и $NER_{hf} = \frac{P_h}{P_f}$. Визуально на графике в этом случае в длинном периоде RER_{hf} должен колебаться вокруг единицы и не отклоняться от этого значения в статистически значимом смысле.

- *Относительный паритет покупательной способности (relative purchasing power parity, RPPP)* – изменение курса между валютами двух стран пропорционально изменению уровня цен в этих странах. В этом случае $C > 1$ и $NER_{hf} = C\frac{P_h}{P_f}$.

Визуально на графике в этом случае в длинном периоде RER_{hf} должен колебаться вокруг некоторого постоянного положительного значения, которое может быть меньше или больше единицы, и не отклоняться от этого значения в статистически значимом смысле. Из этого следует, что в соответствии с подходом *PPP* равновесный уровень реального валютного курса может быть аппроксимирован константой, и этот уровень в долгосрочной перспективе должен приближаться к этой константе. Сравнение долгосрочного значения курса с наблюдаемым значением укажет на степень отклонения курса от фундаментального уровня.

Альтернативно реальный валютный курс, соответствующий фундаментальным показателям, можно оценить исходя из его определения. Подход *PPP* показывает, что изменение номинального валютного курса зависит только от соотношения изменения цен в анализируемой стране и стране, к валюте которой котируется национальная валюта:

$$\Delta NER_{hf} = \frac{\Delta P_h}{\Delta P_f \times RER_{hf}^{const}}.$$

Линеаризируя эту формулу с помощью логарифма, получаем модель, которую можно оценить эконометрически:

$$r_t = p_h - p_f - e_t,$$

где r_t – логарифм реального валютного курса, p_h и p_f – логарифмы индекса внутренних и зарубежных цен и 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 следующая: трансформировать каждую серию в индекс, привести все индексы к одному базовому году, перемножить индекс зарубежных цен и индекс валютного курса, разделить индекс внутренних цен на полученный индекс зарубежных цен в национальной валюте, взять логарифм 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.

В любом случае расчет равновесного 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%, то курс национальной валюты должен упасть примерно на 5% за тот же период в силу того, что возможно отклонение от *PPP*.

Оценка изменения валютного курса на основе *PPP* характеризуется следующими чертами:

- подход *PPP* применим при расчете значения валютного курса в долгосрочной перспективе на срок более пяти лет; точность оценки возрастает с ростом временного периода; *PPP* неприменим для определения равновесного курса в краткосрочной перспективе;
- подход *PPP* в наибольшей степени подходит для стран с высокой и галопирующей инфляцией и практически не годится для стран с низкой инфляцией;
- результаты вычислений изменения валютного курса на основе подхода PPP существенно зависят от избранного индекса цен, который в любом случае должен быть идентичным в обеих странах (нельзя использовать *CPI* для своей страны и *WPI* для страны, к чьей валюте котируется национальная валюта;
- подход *PPP* требует принятия допущения о том, какой уровень *NER* считать исторически равновесным и на каком уровне фиксировать *RER* для вычисления необходимого изменения валютного курса.

Расширенная форма теории *PPP* (так называемый 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 теории *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 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.

Если исходить из расширенной формы теории *PPP*, индекс цен P_h на все товары, производимые внутри анализируемой страны, состоит из некоторой части n цен на неторгуемые товары P_h^N и оставшейся части $1 - n$ цен на торгуемые товары P_h^T

$$P_h = nP_h^N + (1 - n)P_h^T.$$

Аналогичным образом, за рубежом

$$P_f = mP_f^N + (1-m)P_f^T.$$

Соотношение цен на торгуемые товары, выраженные в национальной валюте, предполагается постоянным (C – *constant*)

$$\frac{P_h^T}{P_f^T \times NER_{hf}} = C.$$

Разделив первые два равенства на P_h^T и P_f^T соответственно и подставив результат в формулу третье равенство, получаем

$$RER_{hf} = \frac{n\left(\frac{P_h^N}{P_h^T}\right) + (1-n)}{\left[m\left(\frac{P_f^N}{P_f^T}\right) + (1-m)\right] \times NER_{hf}}.$$

Из чего очевидно, что при постоянном соотношении P_h^T и P_f^T 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 модели *PPP* цены на торгуемые товары полагаются одинаковыми в разных странах, соотношение цен на неторгуемые товары ($\frac{P_h^N}{P_f^N}$) внутри страны и за рубежом иногда также называют реальным валютным курсом.

Если цены национальных неторгуемых товаров растут быстрее, чем неторгуемых товаров за рубежом, *RER* также растет. Или, что то же самое, 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 подхода расширенного *PPP* состоят в том, что расчет необходимого изменения валютного курса по расширенной форме теории *PPP* предполагает анализ 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, бывает важно в числе торгуемых товаров 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 отдельных данных о ценах неторгуемых товаров в большинстве стран нет, в качестве приблизительного значения используются индексы цен на услуги, исключая транспорт и туризм.

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*) в уровнях и первых разницах, которые уже могут дать ответ на вопрос – стационарна ли серия или явно похожа на случайный шаг (*random walk*). Затем расширенный тест *Dickey-Fuller* позволит подтвердить или опровергнуть гипотезу о наличии единичного корня во временной серии r_t.

$$\Delta r_t = \alpha_0 + \alpha_1 r_t + \alpha_2 t + \varepsilon.$$

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 теория *PPP* неприменима к моделированию данного двустороннего реального валютного курса. Заметим, что, скажем, для Рос-

сии, теория *PPP* может быть неприменима к реальному курсу рубля к доллару, но применима к курсу рубля к йене. Важно также, чтобы только r_t как линейная комбинация трех переменных была стационарна. При этом для подтверждения возможности использования теории *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

$$p_f - e_t = \beta_0 + \beta_1 p_h + \mu.$$

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, теорию *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 продолжение тестирования на коинтеграцию. Хотя теория абсолютного *PPP* предполагает, что $p_f - e_t = p_h$ и, следовательно, $\beta_0 = 0$ 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 были равны друг другу.

Подход макроэкономического баланса

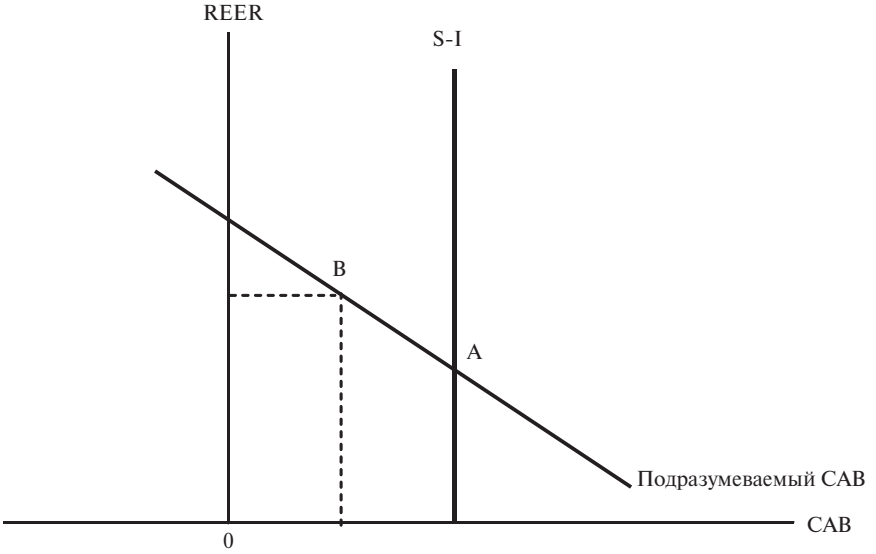
Определение равновесного валютного курса на основе оценки макроэкономического равновесия основано на уже встречавшейся формуле ресурсного разрыва, которая говорит, что внешний текущий баланс должен быть равен разности внутренних сбережений и инвестиций.

$$CAB = S - I = (S_g + S_p) - (I_g + I_p).$$

Рисунок 8.1 показывает в системе координат текущего баланса (*CAB*) и реального эффективного валютного курса (*REER*) взаимозависимость между подразумеваемым текущим балансом (*underlying current account balance*, CAB^U) и балансом инвестиций и сбережений ($S - I$). Отрицательный наклон CAB^U показывает его обратную зависимость от уровня *REER*: чем выше реальный эффективный валютный курс, тем больше дефицит текущего баланса; или, что тоже самое, снижение *REER* обычно улучшает состояние текущего баланса. CAB^U – 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. Наклон кривой CAB^U зависит от степени открытости экономики – открытые страны с высокой долей внешней торговли в ВВП имеют более пологую прямую CAB^U 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 $CAB = S - I$ соблюдается, и существующий уровень номинального валютного курса соответствует фундаментальным показателям. 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 соответствия уровня валютного курса фундаментальным показателям

Рис. 8.1. **Макроэкономический баланс и реальный эффективный валютный курс**



Источник: Methodology for Current Account and Exchange Rate Assessments. IMF Occasional paper 209, 2001, p. 8.

на базе данного подхода предполагает четыре шага: при существующем уровне валютного курса требуется (а) спрогнозировать подразумеваемый текущий баланс; (б) рассчитать норму текущего баланса; (в) оценить эластичность изменения текущего бланса к изменению реального эффективного курса; (г) рассчитать необходимое изменение валютного курса для обеспечения выравнивания подразумеваемого текущего баланса с его нормой в среднесрочной перспективе. При этом предполагается, что изменение уровня валютного курса – единственный инструмент, которым располагает правительство для выправления макроэкономического дисбаланса.

а) Прогноз подразумеваемого текущего баланса

На базе исторической статистики, можно сделать прогноз текущего счета платежного баланса любой страны. Для развитых стран такой прогноз обычно осуществляется на базе эконометрической модели, в которой:

- все поступления по текущему счету считаются экспортом, все платежи – импортом;
- идентичные товары, произведенные в разных странах, рассматриваются как несовершенные субституты;
- объем экспорта (импорта) зависит от реального 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 прогнозирования отдельных статьей текущего баланса и их последующего суммирования.

Первый подход дает более точную оценку текущего баланса, сопоставимую между странами, если модели имеют схо-

жую структуру, но требует привлечения большого объема надежной статистики. Второй может быть не менее точным, поскольку основывается в большей степени на экспертном суждении, чем на эконометрической оценке, но полученные данные могут быть несопоставимы между странами из-за различной методологии оценки.

Важно подчеркнуть, что на данном этапе прогнозируется не просто текущий баланс, а подразумеваемый текущий баланс.

@ *Подразумеваемый текущий баланс (underlying current account balance, CAB^U)* – уровень текущего баланса, который мог бы возникнуть при существующем уровне номинального валютного курса, при предположении, что производство всех стран находится на уровне потенциального, прошлые изменения валютного курса уже полностью отразились на экономике и все временные факторы, влияющие на текущий баланс, устранены.

Из этого определения следует, что прогнозирование CAB^U осуществляется при допущении следующего:

- номинальный валютный курс, наблюдаемый сегодня, останется неизменным на весь срок прогноза;
- страна, курс которой подлежит оценке, и страны, которые являются ее торговыми партнерами, закроют производственный разрыв (*output gap*) в среднесрочной перспективе, если такой разрыв у них наблюдается;
- передаточный эффект (*pass-through effect*) от прошлых изменений курса себя полностью исчерпал, например, недавнее падение курса, если такое наблюдалось, уже полностью отразилось на росте цен импортных товаров;
- временные факторы (например, прогнозируемый рост в течение текущего года импорта продовольствия в связи с засухой или рост импорта в течение ближайших трех лет инвестиционных товаров в связи со строительством крупной электростанции и т.п.) идентифицированы и устранены из прогноза текущего баланса, который включает только наблюдаемые из года в год рутинные потоки поступлений и платежей.

б) Расчет нормы текущего баланса

По сути это оценка соответствия баланса инвестиций и сбережений фундаментальным макроэкономическим показателям.

@ *Норма текущего баланса (current account norm)* – положение текущего баланса, которое определяется фундаментальными показателями.

Оценка происходит в два этапа. На первом, на базе панельных данных по максимально возможному количеству стран, по которым имеются соответствующие данные, оценивается следующее уравнение:

$$CAB_{i,t} = \alpha_t + \beta X_{i,t} + \gamma Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t},$$

где $CAB_{i,t}$ – текущий баланс в процентах ВВП страны i в году t, α_t – константа, $X_{i,t}$ – матрица, состоящая из K фундаментальных макроэкономических показателей, которые определяют равновесный уровень текущего баланса в течение T периодов, $Z_{i,t}$ – матрица контрольных фиктивных переменных, $\varepsilon_{i,t}$ – ошибка регрессии и β и γ – параметры или коэффициенты, которые требуется оценить. Предполагается, что макроэкономические показатели оказывают воздействие на текущий баланс через баланс инвестиций и сбережений.

Включение тех или иных фундаментальных показалей в матрицу $X_{i,t}$ во многом зависит от имеющихся данных, поскольку панель должна быть по возможности сбалансированной.

В простейшем случае таковых показателей четыре:

$$CAB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-n} + \alpha_2 F_{t-n} + \alpha_3 G,$$

где α_0 – специфическая для каждой страны константа; Y – уровень развития каждой страны, представленный в виде отношения ВВП на душу населения к ВВП на душу населения в США; F – отношение баланса бюджета в процентах от ВВП к среднему значению этого показателя для всех промышленных стран.

Каждый параметр может входить в уравнение с несколькими лагами n.

Оценка этого уравнения на базе панельных данных по многим странам дала следующую упрощенную форму текущего баланса

$$CAB_{i,t} = \alpha + 0{,}11Y + 0{,}23F.$$

Уравнение говорит, что рост на 1% ВВП на душу населения анализируемой страны по сравнению с ВВП на душу населения в США улучшает текущий баланс 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 ее ВВП. Эти параметры могут быть использованы для оценки нормы текущего баланса любой страны.

В более развитом случае фундаментальных макроэкономических показателей, которые необходимо поставить в правую сторону уравнения, может быть больше. Показатели, от которых зависит баланс инвестиций и сбережений любой страны, причины зависимости и ожидаемый знак в регрессионном анализе, показывающий прямую (+) или обратную (– минус) зависимость, сведены в таблицу 8.1[1].

[1] Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies. IMF, Washington DC, Occasional Paper 261, 2008.

Отклонения показателей по данной стране от соответствующего среднего показателя по странам – торговым партнерам рассчитывается по формуле

$$dx_{i,t} = x_{i,t} - \sum_{j=1}^{N}(w_{i,j}x_{j,t}),$$

где $dx_{i,t}$ – относительное отклонение переменной $x_{i,t}$ для страны i в момент времени t по отношению к средневзвешенному значению этой переменной в N странах – торговых партнерах, каждая из которой имеет вес $w_{i,t}$ в торговле данной страны.

Подставив данные по анализируемой стране, вычислим цифровое значение нормы текущего баланса CAB^N для прогнозного периода по формуле

$$CAB^N = -0{,}003 + 0{,}2\,Fiscal\ balance - 0{,}2\,Real\ growth + 0{,}02\,Relative\ income - 1{,}12\,Age\ dependency - 1{,}25\,Population\ growth + 0{,}2\,Oil\ balance + 0{,}02\,NFA + 0{,}06\,Economic\ crisis.$$

в) оценка эластичности текущего баланса к изменению реального эффективного валютного курса.

Эта эластичность ϵ_{REER}^{CAB} определяется по формуле

$$\epsilon_{REER}^{CAB} = \epsilon_{REER}^{X}\frac{X}{GDP} - (\epsilon_{REER}^{IM} - 1)\frac{IM}{GDP}.$$

Как видно, эластичность изменения текущего баланса по изменению реального курса зависит от эластичностей экспорта ϵ_{REER}^{X} и импорта ϵ_{REER}^{IM}, которые просто взвешены по доле, соответственно, экспорта и импорта в ВВП. При этом принимается допущение, что текущий баланс изменяется пропорционально изменению торгового баланса.

Проблемы возникают, когда определенный товар или товары, цена на которые установлена в иностранной валюте, составляют существенную часть экспорта страны, чей курс подлежит оценке. Эластичность экспорта таких товаров

Таблица 8.1. **Фундаментальные детерминанты текущего баланса**

Показатель	Вычисление показателя	Причина	Корреляция	Диапазон значений
Баланс государственного бюджета (*fiscal balance*)	Отклонение баланса госбюджета в процентах от ВВП от взвешенного по торговым весам баланса торговых партнеров	Текущий баланс улучшается при улучшении баланса бюджета, который является частью баланса инвестиций и сбережений, наряду с частным сектором. При росте баланса бюджета национальные сбережения растут, если при этом сбережения частного сектора не сокращаются в большей степени.	+	От 0,2 до 0,5
Реальный рост (*real growth*)	Отклонение роста реального ВВП на душу населения от среднего роста в странах – торговых партнерах	Текущий баланс ухудшается с ускорением экономического роста	—	–0,2
Относительный доход (*relative income*)	Отношение ВВП на душу населения по паритету покупательной способности от уровня США	Текущий баланс улучшается с ростом относительного дохода	+	0,02
Доля экономически неактивного населения (*age dependency*)	Доля населения в возрасте более 65 лет по отношению к населению в возрасте 35–64 лет, показанная как отклонение от соответствующего показателя у торговых партнеров	Текущий баланс ухудшается с ростом доли экономически неактивного населения, поскольку сокращаются национальные сбережения	—	–1,12
Рост населения (*population growth*)	Темпы роста населения, которые включают экономически неактивное население, по отношению к странам – торговым партнерам	Текущий баланс ухудшается с ростом населения	—	–1,25
Баланс торговли нефтью (*oil balance*)	Баланс торговли нефтью в % ВВП	Текущий баланс улучшается с ростом цен на нефть в странах-экспортерах нефти и ухудшается в странах-импортерах	+	+0,2
Чистые иностранные активы (*NFA*)	Запас чистых иностранных активов на конец года, предшествующего первому году измерения текущего баланса	Текущий баланс улучшается по мере роста чистых иностранных активов в силу увеличения притока чистых доходов (переводов прибыли)	+	+0,02
Экономический кризис (*economic crisis*)	Фиктивная переменная, принимающая значение 1 – в год кризиса и 0 – в остальные годы	Текущий баланс ухудшается в периоды кризиса	+	0,06

к валютному курсу равна 1. В этом случае для оценки эластичности текущего баланса в целом формула оценки эластичности модифицируется следующим образом

$$\in_{REER}^{CAB} = \in_{REER}^{X^{NC}} \frac{X^{NC}}{GDP} - \frac{X^{C}}{GDP} - (\in_{REER}^{IM} - 1)\frac{IM}{GDP},$$

где экспорт разделяется на экспорт данного товара X^C (*commodity exports*) с единичной эластичностью и остальной экспорт X^{NC} (*non commodity exports*).

Эластичность объемов экспорта и импорта специфична и должна быть оценена эконометрическими методами для каждой страны. Однако возможно использование эластичности, оцененной на большой панели многих стран, которые составляют $\in_{REER}^{X} = -0{,}71$ и $\in_{REER}^{IM} = 0{,}92$, т.е. рост *REER* сокращает экспорт и увеличивает импорт[1]. Тогда оценить эластичность $\in_{REER}^{CAB}$, можно, просто подставив соответствующие доли экспорта и импорта данной страны в ее ВВП в следующую формулу

$$\in_{REER}^{CAB} = -0{,}71\frac{X}{GDP} - (0{,}92 - 1)\frac{IM}{GDP} = \\ = 0{,}08\frac{IM}{GDP} - 0{,}71\frac{X}{GDP}.$$

Например, для страны, в которой экспорт составляет 30% ВВП и импорт 40% ВВП, эластичность счета текущих операций к изменению реального эффективного валютного курса составляет $\in_{REER}^{CAB} = 0{,}08 \times 0{,}4 - 0{,}71 \times 0{,}3 = -0{,}181$.

Альтернативно эластичность может быть оценена для каждой страны отдельно путем регрессии вида

$$\frac{TB}{GDP} = a_0 + a_1 \ln REER_{t-i} + a_2 \ln ToT + \\ + a_3 \ln GDP + a_4 \ln GDP^{TP},$$

где TB – торговый баланс, ToT – условия торговли, GDP^{TP} – ВВП торговых партнеров и $REER_{t-i}$ – реальный эффективный валютный курс с несколькими лагами i. Коэффициент a_1 будет представлять собой искомую эластичность. Если в правой стороне равенства используется несколько лагов $REER_{t-i}$, то эластичность в долгосрочной перспективе представляет собой сумму коэффициентов при каждом лаге.

г) Расчет необходимого изменения валютного курса

Временная линия прогнозных значений подразумеваемого значения текущего баланса (шаг а) сопоставляется с временной линией прогнозных значений нормы текущего баланса (шаг б) и делится на эластичность (шаг в). Изменение реального эффективного валютного курса, необходимое для устранения разрыва, рассчитывается по формуле

$$\Delta REER = \frac{(CAB^{U} - CAB^{N})}{\in_{REER}^{CAB}}.$$

Корректировка валютного курса в подходе макроэкономического баланса показана на *примере 8.1.*

Подход внешней устойчивости

Этот подход к оценке соответствия реального эффективного валютного курса фундаментальным макроэкономическим показателям исходит из идеи переносимости или устойчивости (*sustainability*) внешнего долга страны. Для этого приведенная стоимость будущих профицитов текущего (или торгового) баланса должна быть достаточной, чтобы оплатить внешние обязательства страны. Выполнение этого межвременного бюджетного ограничения можно обеспечить введением следующего требования: размеры чистых иностранных активов страны должны быть неизменными по отношению к ВВП и находиться на некотором оптимальном

[1] Isard P., Faruqee H. Exchange rate assessment: extension of the macroeconomic balance approach // IMF Occasional Paper, 1998, No. 167.

Пример 8.1. **Корректировка валютного курса в подходе макроэкономического баланса**

На практике возможны два подхода к определению необходимого изменения валютного курса:

- Расчет изменения реального эффективного валютного курса, необходимого для приведения подразумеваемого текущего баланса в соответствие с его оцененной нормой, осуществляется путем простой подстановки оцененных значений в эту формулу. Например, если (в процентах ВВП) через пять лет, считая с текущего момента, получены следующие оценки $CAB^U = -6{,}2$ и $CAB^N = -1{,}9$, тогда как $\epsilon_{REER}^{CAB} = -0{,}65$, то $\Delta REER = \frac{(-6{,}2-(-1{,}9))}{-0{,}65} = 6{,}7$, т.е. реальный эффективный валютный курс переоценен на 6,7% и должен быть снижен на эту величину к концу пятого года, чтобы сократить подразумеваемый текущий баланс (–6,2% ВВП) до нормы (–1,9% ВВП).

- Оценка примерных масштабов необходимой корректировки делается также на основе приведенных выше расчетов отклонения курса от его равновесного состояния на основании простой теории *PPP*. Если в стране подразумеваемый текущий баланс, полученный по данным платежного баланса, составляет –10% ВВП, а норма –6% 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 расхождение составляет –4% ВВП, то отклонение курса от равновесного по *PPP* равно +24%, при прочих равных условиях можно говорить о необходимости снижения курса примерно на 20%. При расхождении в +2% ВВП отклонение роста курса по сравнению с равновесным составляет –12%, тогда при прочих равных условиях можно говорить о необходимости повышения курса примерно на 10%.

уровне. Такое правило позволит контролировать размер как иностранных активов, так и обязательств.

@ *Подход внешней устойчивости (external sustainability approach, ES approach)* – расчет изменения валютного курса, необходимого для изменения текущего баланса, с целью стабилизации чистых иностранных активов страны на оптимальном уровне.

$$CAB^s \approx \frac{g+\pi}{1+g+\pi} NFA^s,$$

где g – рост реального ВВП и π – темпы инфляции, CAB^s – уровень текущего баланса, стабилизирующий чистые иностранные активы (NFA^s) на оптимальном уровне, показаны в процентах ВВП.

Оценка соответствия уровня валютного курса фундаментальным показателям на базе данного подхода состоит из нескольких шагов: при существующем уровне валютного курса (а) рассчитать уровень NFA^s, который необходимо стабилизовать; (б) спрогнозировать рост номинального ВВП; (в) рассчитать уровень CAB^s, который стабилизирует NFA^s на желаемом уровне; (г) сравнить рассчитанный стабилизирующий текущий баланс с подразумеваемым текущим балансом в соответствии с подходом макроэкономического баланса; (д) используя рассчитанную эластичность изменения текущего баланса к изменению реального эффективного курса, определить необходимое изменение валютного курса для обеспечения выравнивания подразумеваемого текущего баланса с его уровнем, стабилизирующим чистые иностранные активы на желаемом уровне.

а) Расчет уровня NFA^s, который необходимо стабилизировать

Выбор этого уровня часто основывается на суждении о состоянии макроэкономики анализируемой страны. При этом важно принимать во внимание несколько критериев:

- Степень экономической открытости страны. В открытых экономиках уровень риска от неожиданного изменения направления и масштабов потока капитала значительно выше, чем в закрытых экономиках. Поэтому чем более открыта страна, тем выше должен быть уровень чистых иностранных активов, который требуется стабилизировать в среднесрочной перспективе.
- Историческая взаимосвязь уровня *NFA* с фундаментальными макроэкономическими показателями. Он обычно функционально связан с уровнем развития страны, показателями бюджета и платежного баланса, условиями торговли, уровнем сбережений и демографическими показателям. Поэтому стабилизируемый уровень *NFA* можно оценить эконометрическими методами.
- Положение *NFA* в сравнимых странах. Уровень *NFA* в сравнимых странах в периоды относительной макроэкономической стабильности может быть рассчитан в процентах от их ВВП и просто применен к анализируемой стране.
- Влияние доходов от экспорта невосполнимых ресурсов на уровень *NFA*. В странах-экспортерах нефти и других ресурсов, разведанные запасы которых имеют ограниченный горизонт использования, накопление *NFA*, их инвестиции и получение дохода нередко рассматриваются как способ замещения в долгосрочной перспективе потери доходов от экспорта невосполнимого ресурса. Поэтому величина стабилизируемых *NFA* в таких странах должна быть значительно выше, чем в странах-экспортерах восполнимых ресурсов или ресурсов с длительным сроком использования.

б) Прогноз роста номинального ВВП

Такой прогноз обычно делают для каждой страны. Он представляет собой произведение реального роста и темпа инфляции, заданного дефлятором ВВП. Проблема использования национального прогноза возникает в странах с высокой прогнозируемой инфляцией, поскольку это может привести к неверной оценке возможностей страны иметь дефицит текущего баланса. Например, для страны со стабилизируемым уровнем $NFA^s = -100\%$ ВВП, реальным ростом 3% и дефлятором 10% (т.е. номинальным ростом примерно 13,3%), $CAB^s = \frac{0{,}13}{1+0{,}3}(-100) = -11{,}5\%$ ВВП. Однако это невозможно, ибо при инфляции в 10% номинальный курс для поддержания реального курса постоянным должен обесцениваться как минимум на такую же величину ежегодно, даже при совпадении стабилизируемого уровня *NFA* наблюдаемым. Если же требуется улучшение стабилизируемого уровня *NFA*, то текущий баланс также должен улучшиться, что потребует для обеспечения снижения *REER* обесценения курса темпами, превосходящий уровень инфляции. Поэтому в случае стран с высокой прогнозируемой инфляцией для прогноза роста номинального ВВП в долларах можно использовать собственный прогнозируемый реальный рост для g, но среднесрочный прогноз инфляции США для π.

в) Расчет CAB^s, который стабилизирует NFA^s на желаемом уровне.

Расчет заключается в подстановке данных, полученных на ступенях а) и б),

в формулу. Например, если $NFA^s = -39\%$ ВВП, $g = 4\%$, $\pi = 3\%$,

$$CAB^s \approx \frac{0{,}04 + 0{,}03}{1 + 0{,}04 + 0{,}03}(-39) \approx -2{,}6\ ,$$

т.е. для стабилизации чистых иностранных активов на уровне 39% ВВП требуется поддержание текущего баланса на уровне –2,6% ВВП.

г) Сравнение текущего баланса, стабилизирующего *NFA*, с подразумеваемым текущим балансом, рассчитанным в подходе макроэкономического баланса

В примере 8.1, $CAB^U = -6{,}2\%$ ВВП, что ниже рассчитанного в (в) – $CAB^s = -2{,}6\%$ ВВП.

д) Расчет отклонения *REER*

Использовав эластичность изменения текущего баланса к изменению реального эффективного курса, оцененную в подходе макроэкономического баланса $\epsilon_{REER}^{CAB} = -0{,}65$, рассчитываем необходимое изменение валютного курса для обеспечения выравнивания подразумеваемого текущего баланса с его уровнем, стабилизирующим чистые иностранные активы на желаемом уровне,

$$\Delta REER = \frac{(-6{,}2 - (-2{,}6))}{-0{,}65} = 5{,}4.$$

Т.е. реальный эффективный валютный курс переоценен на 5,4% и должен быть снижен на эту величину к концу пятого года, чтобы сократить подразумеваемый текущий баланс (–6,2% ВВП) до уровня (–2,6% ВВП), стабилизирующего *NFA* на желаемом уровне в 39% ВВП.

Подход равновесного реального эффективного валютного курса

Оценка соответствия уровня валютного курса фундаментальным показателям на базе данного подхода включает три шага: (а) оценку на базе панельной регрессии коэффициентов, характеризующих равновесное соотношение между реальным эффективным валютным курсом и набором фундаментальных макроэкономических показателей, от которых зависит его уровень; (б) расчет равновесного уровня курса для данной страны с использованием коэффициентов, полученных в панельной регрессии; (в) расчет величины необходимого изменения валютного курса напрямую, как разницы между равновесным курсом и курсом, характерным для данной страны.

@ *Подход равновесного реального эффективного валютного курса (equilibrium real effective exchange rate approach, EREER)* – непосредственное измерение отклонения существующего валютного курса от уровня, определяемого фундаментальными показателями.

а) Оценка коэффициентов фундаментальных детерминант валютного курса

Для этого на базе данных по максимальному количеству стран, по которым имеются соответствующие данные, оценивается панельная многофакторная эконометрическая модель

$$ln\ REER_{i,t} = \alpha_t + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t},$$

где $REER_{i,t}$ – реальный эффективный валютный курс страны i в году t, α_t – константа, $X_{i,t}$ – матрица, состоящая из K фундаментальных макроэкономических показателей, которые определяют равновесный уровень $REER$, $\varepsilon_{i,t}$ – ошибка регрессии и β – параметры или коэффициенты, которые требуется оценить.

В числе переменных, объясняющих валютный курс, обычно используются следующие макроэкономические показатели (табл. 8.2).

Кроме того, в зависимости от наличия данных в панельную регрессию могут включаться следующие переменные:

Таблица 8.2. **Фундаментальные детерминанты валютного курс**

Показатель	Вычисление показателя	Причина	Корреляция	Диапазон значений
Условия торговли (*terms of trade*)	Отношение средневзвешенной цены единицы экспорта к средневзвешенной цене единицы импорта. Товарные цены рассчитываются как относительные цены к ценам промышленного экспорта развитых стран	Улучшение условий торговли положительно влияет на текущий баланс, ведет к росту уровня доходов в стране и уровня цен, и, следовательно, к росту равновесного *REER*	+	От 0,4 до 0,5
Чистые иностранные активы (*net foreign assets*)	Запас *NFA* в предыдущий период в процентах ВВП или торгового оборота каждой страны (экспорт + импорт)	Рост чистых иностранных активов означает положительное сальдо платежного баланса и приток капитала, что ведет к росту равновесного *REER*	+	0,04
Дифференциал производительности (*productivity differential*)	Разность выпуска на одного занятого в стране и странах — торговых партнерах	Рост производительности ведет к росту зарплат и, как следствие, уровня инфляции и равновесного *REER*	+	0,15
Государственное потребление (*government consumption*)	Расходы бюджета на зарплату и закупку товаров и услуг в процентах ВВП	Рост государственного потребления ведет к росту зарплат в госсекторе и, как следствие, уровня инфляции и равновесного *REER*	+	От 2,7 до 2,9
Торговые ограничения (*trade restrictiveness*)	Фиктивная переменная, принимающая значение 1 до существенной либерализации торгового режима и 0 — после	Торговые ограничения ведут к росту цен и, следовательно, равновесного *REER*	+	0,13
Контроль за ценами (*price control*)	Доля товаров, цены на которые устанавливаются государством, в корзине индекса потребительских цен	Устранение контролируемых цен увеличивает их уровень и ведет к общему росту цен и равновесного *REER*	—	–0,03

- 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 на движение капитала, как процент от ВВП.

- 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 темпом 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 приведет к росту 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 эти переменные берутся в форме индекса, приведенного к единому базовому году, и в логарифмической форме. Кроме того, можно протестировать на статистическую значимость влияние на валютный курс и множества других переменных, некоторые из которых могут даже не носить экономического характера – индекса политической стабильности или уровня демократического развития.

б) Расчет равновесного уровня *REER*

Использование коэффициентов, полученных в панельной регрессии и соответствующих данных по анализируемой стране, позволит вычислить цифровое значение равновесного *REER* для прогнозного периода по формуле

$$\ln REER_{i,t} = Constant + 0{,}4 Terms\ of\ trade + 0{,}04 NFA + 0{,}15 Productivity\ differential + 2{,}7 Government\ consumption + + 0{,}13 Trade\ restrictiveness - - 0{,}03 Price\ control.$$

Константа в правой части уравнения должна быть специфична для каждой страны, поскольку *REER* – это индекс, который индивидуален для каждый страны и не предназначен для межстрановых сравнений. Для того, чтобы оценить константу, можно просто принять допущение, что *REER* находился в равновесии в определенном году в прошлом или приравнять среднюю по выборке величину *REER* к *NEER*.

в) Расчет необходимого изменения *REER*

Величина необходимого изменения *REER* рассчитывается напрямую как разница между равновесным курсом, рассчитанном в шаге б), и курсом, наблюдаемым для данной страны. Поскольку равновесный *REER* и наблюдаемый *REER* входят в состав уравнения в логарифмической форме, отклонение курса от равновесного уровня вычисляется как простая разница между числовым значением наблюдаемого *REER* (например, 3,9) и равновесного *REER* в текущем году (например 3,8). Соответственно отклонение составляет 3,9 – 3,8 = 0,1, т.е. валюта переоценена на 10%.

В случае нахождения отклонения наблюдаемого курса от равновесного устранение этого отклонения путем изменения курса возможно, но необязательно, если в стране не наблюдается крупных макроэкономических проблем, связанных

именно с курсом. Более того, панельная эконометрическая модель равновесного курса ничего не говорит о том, как быстро надо устранить отклонение.

Для оценки периода, в течение которого это можно сделать, используется модель корректировки ошибки (*error correction model*). Это более развитая форма модели фундаментальных детерминант валютного курса на основе его оценки как коинтеграционного вектора. Она позволяет найти стационарную линейную комбинацию между нестационарными временными рядами валютного курса и фундаментальными факторами, его определяющими, что условно может считаться долгосрочным равновесным значением валютного курса.

Например, если валютный курс $REER \sim I(1)$, т.е. является нестационарным временным рядом, и зависит только от относительных цен $\frac{P_h}{P_f} \sim I(1)$, которые также нестационарны, возможно оценить уравнение

$$\Delta REER_{hf} = \alpha \frac{\Delta P_h}{\Delta P_f} + \varepsilon$$

и попытаться найти некоторую линейную комбинацию валютного курса и относительных цен, которая стационарна, т.е. $\Delta REER_{hf} - \beta \frac{\Delta P_h}{\Delta P_f} \sim I(0)$. Эта комбинация, если она существует, может считаться моделью равновесного валютного курса. Соответственно коэффициент в модели корректировки ошибки покажет примерный период, в течение которого курс должен вернуться к своему долгосрочному значению. Оценка модели корректировки ошибки для многих развитых и развивающихся стран показала, что для сокращения наполовину разрыва между наблюдаемым и равновесным курсом обычно требуется 2,5 года. Тем самым полностью разрыв может быть устранен к концу пятого года корректировки.

Интерпретация результатов

Несмотря на кажущуюся относительную точность расчетов в соответствии с описанными методологиями, оценка размеров необходимого изменения валютного курса основывается в большей степени на суждении, а не на вычислении. При вынесении суждения о необходимости и масштабах корректировки валютного курса принимаются во внимание следующие соображения:

- *Несоответствие уровня курса фундаментальным показателям может быть следствием множества причин.* Расхождение расчетных значений CAB^U и CAB^N в подходах макроэкономического баланса и внешней устойчивости, также как равновесного и наблюдаемого $REER$ в подходе равновесного валютного курса не всегда указывает на надвигающийся валютный кризис и, соответственно, необязательно требует его корректировки. Поскольку состояние текущего баланса отражает состояние экономики страны в целом, расхождение может возникнуть по причинам, не связанным с уровнем валютного курса, а отклонение валютного курса от равновесного состояния необязательно свидетельствует о высокой вероятности его неожиданной корректировки и развития валютного кризиса. Курс может не соответствовать своим фундаментальным детерминантам на протяжении длительного периода времени, не вызывая валютного кризиса.

- *Размер корректировки курса критически зависит от эластичности.* Оцененные на панельных данных значения эластичностей, приведенные выше, могут оказаться неприменимыми к анализируемой стране. В этом случае эластичность можно оценить напрямую как функцию торгового баланса в процентах ВВП от таких переменных как $REER$, внутреннее потребление или производство и условия торговли, каждая из которых может браться

с несколькими лагами. В открытых экономиках изменение *REER* приводит к более существенным изменениям в объемах экспорта, импорта и текущего баланса, чем в закрытых. Тем самым знание эластичности в открытых экономиках значительно выше, чем в закрытых, и небольших подвижек реального эффективного валютного курса может быть достаточно для приведения текущего баланса в соответствие с его нормой. В странах со значительной долей реэкспорта в общем объеме экспорта, эластичность экспорта по реальному эффективному валютному курсу будет завышена, и в основе оценки необходимого изменения курса должны лежать данные по экспорту, исключающие реэкспорт.

• *Вклад отдельных фундаментальных макроэкономических показателей в отклонение курса от равновесного уровня может быть различным.* В подходе макроэкономического баланса вклад каждого фактора в норму текущего баланса составляет произведение его величины и соответствующего коэффициента из таблицы 8.1. Например, если реальный рост составляет 4%, то, используя коэффициент –0,2, его вклад в норму текущего баланса составит $-0{,}2 \times 4 = -0{,}8\%$. Аналогично в подходе равновесного реального валютного курса вклад каждого фактора в равновесный реальный курс составляет произведение его величины и соответствующего коэффициента из таблицы 8.2. Выделить главные компоненты, влияющие на норму текущего баланса и равновесный курс чрезвычайно важно, поскольку возможно, что отклонение текущего баланса от нормы и наблюдаемого курса от равновесного в критической степени зависит всего от одного-двух показателей. Например, снижение дефицита бюджета может привести текущий баланс в норму, и наблюдаемый курс совпадет с равновесным. Значение остальных детерминант текущего баланса и курса может быть не столь существенным.

• *Отклонение курса от равновесного можно разложить на составные части.* В подходе равновесного реального валютного курса наблюдается отклонение равновесного и наблюдаемого курсов от их соответствующих средних исторических значений. Среднее значение и того, и другого обозначает вклад отдельных факторов, которые находятся в правой стороне уравнения и определяют их. Таким образом, можно установить причины отклонения наблюдаемого курса от равновесного. Например, превышение реальным курсом своего равновесного уровня на 20% может объясняться повышением самого равновесного уровня на 5%, ростом номинального эффективного курса валюты на 12%, превышением темпов инфляции в анализируемой стране над инфляцией в странах – торговых партнерах на 3%.

• *Временные параметры отклонения курса от равновесного должны приниматься во внимание.* В подходе равновесного реального валютного курса его отклонение от наблюдаемого само по себе не означает смещение курса (*misalignment*), поскольку в основе расчета равновесного курса лежат текущие, а не прогнозируемые данные о фундаментальных показателях. В подходе внешней устойчивости необходимо принять допущение о временном горизонте, на котором необходимо стабилизировать уровень чистых иностранных активов. Это совсем необязательно должен быть уровень прошлого или текущего года, или их прогнозируемый уровень через пять лет. Выбор временного горизонта во многом зависит от источников чистых иностранных активов и потенциала их накопления или расходования.

• *При вынесении суждения о необходимости изменения уровня курса необходимо принимать во внимание фазу экономического цикла и размер страны.* Применяемый в стране валютный курс может использоваться в краткосрочной перспективе,

но не годится для решения среднесрочных и долгосрочных макроэкономических проблем (и наоборот). Поэтому расчеты в рамках четырех подходов, рассмотренных выше, должны дополняться показателями конкурентоспособности национальных товаров. Равновесный уровень валютного курса будет разным в зависимости от того, в какой фазе экономического цикла находится анализируемая страна. В случае малой страны допущение необходимости изменения валютного курса должно учитывать его воздействие на общую экономическую ситуацию в стране, а в случае большой страны – и на экономику других стран.

• *Эконометрическая часть расчетов должна соответствовать стандартным правилам*. С чисто эконометрической точки зрения оценка любых моделей валютного курса производится только на стационарных данных. Первый тест обычно выявляет отсутствие стационарности, и тогда каждая серия дифференцируется один раз. Из оценки могут устраняться сезонные колебания, если спрос на экспорт или импорт в данной стране особенно им подвержен. Эконометрические модели валютного курса могут считаться приемлемым для анализа валютной политики и прогнозирования, если они основаны на макроэкономической теории валютного курса, т.е. объясняющие переменные в правой части уравнения определены как статистически значимые. Поэтому перед тем как прийти к окончательной форме уравнения из оценки устраняются все статистически незначимые переменные. Сложная модель валютного курса по своим статистическим характеристикам должна также превосходить простую модель случайного шага (*random walk*). Объясняющие переменные не должны включать переменные, которые хотя и коррелируют с валютным курсом, но явно не имеют отношения к его объяснению.

Полученная в каждом из четырех подходов оценка размеров отклонения валютного курса от фундаментальных макроэкономических показателей может указывать на необходимость изменения курса в одном направлении, но может и в разных. В случае завышенного курса (*overvaluation*) отклонение имеет положительное значение и показывает размер снижения курса, необходимого для приведения его в соответствие с фундаментальными показателями. В случае заниженного курса (*undervaluation*) отклонение имеет отрицательное значение и показывает размер повышения курса, необходимого для приведения его в соответствие с фундаментальными показателями. Возможная интерпретация основных случаев представлена в таблице 8.3.

1. Два подхода указывают на то, что курс завышен и два – на то, что он занижен. Однако среднее значение четырех отклонений очень близко к нулю (0,2%). В этом случае считается, что уровень курса соответствует фундаментальным показателям.

2. Два подхода опять указывают на то, что курс завышен и два – на то, что он занижен. Однако размер модуля оцененного отклонения во всех случаях меньше 10%. В этом случае также считается, что уровень курса соответствует фундаментальным показателям.

3. Все четыре подхода указывают на то, что курс завышен (или занижен), и разброс оценок отклонения друг от друга не превышает 10 процентных пунктов. Однако размер модуля оцененного отклонения во всех случаях меньше 10%. Тогда просто берется и считается среднее значение отклонений. Например, в данном случае курс завышен на 25%, хотя разброс значений отклонения, полученного по разным методологиям, составляет от 19,6% до 28,9%.

4. Все четыре подхода указывают на значительное завышение (или занижение) курса, а разброс оценок отклонения

Таблица 8.3. **Результаты оценки уровня валютного курса**

	Отклонение в %						
	1	2	3	4	5	6	7
Подход:							
Паритет покупательной способности	18,3	–8,9	26,1	26,1	48,5	–48,5	26,1
Макроэкономический баланс	–17,5	2,3	25,4	25,4	25,4	–25,4	–4,1
Внешняя устойчивость	–6,1	1,2	28,9	4,0	4,0	–4,0	–12,3
Равновесный реальный эффективный валютный курс	5,9	–6,1	19,6	4,5	4,5	–4,5	9,9
Среднее значение отклонения	0,2	–2,9	25,0	15,0	20,6	–20,6	4,9
Вывод о размере отклонения курса	0,0	0,0	25,0	10–20	завышен	занижен	неясен

превышает 10–20 процентных пунктов. В этом случае рассчитывается среднее значение отклонений, и размер отклонения курса колеблется вокруг среднего значения в пределах ±5 процентных пункта. Например, в данном случае курс завышен в среднем на 15% и разброс значений отклонения, полученных по разным методологиям, составляет от 4 до 26,1%. Следовательно, курс в данном случае завышен на 10–20%.

5. Все четыре подхода указывают на значительное завышение (или занижение) курса, а разброс оценок отклонения превышает 20 процентных пунктов. В этом случае невозможно определить даже пределы завышения курса, и цифровое значение такого завышения не показывается.

6. Два подхода опять указывают на то, что курс завышен, и два – на то, что он занижен, и разброс оценок отклонения превышает 20 процентных пунктов. В этом случае невозможно определить даже направление отклонения курса, и вывод о его соответствии или несоответствии фундаментальным показателям сделать невозможно.

РЕЗЮМЕ

1. Для оценки соответствия уровня наблюдаемого валютного курса фундаментальным макроэкономическим показателям могут использоваться различные теоретические подходы: паритета покупательной способности, макроэкономического баланса, внешней устойчивости и равновесного реального эффективного валютного курса.

2. В соответствии с подходом паритета покупательной способности изменение курса между валютами двух стран равно (абсолютный *PPP*) или пропорционально (относительный *PPP*) изменению уровня цен в этих странах. Этот поход исходит из «закона одной цены» – гипотезы, по которой корзины одинаковых товаров имеют одну цену в разных странах при ее переводе в единую валюту, и в долгосрочной перспективе наблюдаемый уровень валютного курса должен сходиться к уровню, оцененному на базе подхода *PPP*. Если наблюдаемый курс отклоняется от оцененного уровня, возникает необходимость его корректировки. Подход *PPP*

применим при расчете значения валютного курса в долгосрочной перспективе, в странах с высокой инфляцией, где разброс темпов роста цен по отношению к основным партнерам является основным фактором, влияющим на уровень курса. Его результаты сильно зависят от избранного индекса цен и требуют принятия произвольного суждения о том, какой уровень курса считать исторически равновесным.

3. Подход макроэкономического баланса исходит из того, что в условиях равновесия текущего баланса должно быть соблюдено равенство сбережений и инвестиций. Их неравенство свидетельствует об отклонении курса от фундаментальных показателей. Оценка соответствия уровня валютного курса фундаментальным показателям на базе данного подхода предполагает прогнозирование подразумеваемого текущего баланса, исключив из него все временные факторы; расчет нормы текущего баланса, т.е. определяемой фундаментальными показателями разности инвестиций и сбережений; оценку эластичности изменения текущего баланса к изменению реального эффективного курса; расчет необходимого изменения валютного курса для обеспечения выравнивания подразумеваемого текущего баланса с его нормой в среднесрочной перспективе. Этот подход используется наиболее активно в случае серьезных дисбалансов в развитых странах с фиксированным курсом для определения необходимого масштаба девальвации.

4. В соответствии с подходом внешней устойчивости уровень валютного курса должен стабилизировать чистые иностранные активы страны на оптимальном уровне. Оценка соответствия уровня валютного курса фундаментальным показателям на базе данного подхода включает расчет этого уровня чистых иностранных активов; прогноз роста номинального ВВП; расчет уровня текущего баланса; сравнение рассчитанного стабилизирующего текущего баланса с подразумеваемым текущим балансом; расчет необходимого изменения валютного курса, используя эластичность изменения текущего баланса к изменению реального эффективного курса.

5. Подход равновесного реального эффективного валютного заключается в непосредственном измерении отклонения существующего валютного курса от уровня, определяемого фундаментальными показателями. Оценка соответствия уровня валютного курса фундаментальным показателям на базе данного подхода требует оценки на базе панельной регрессии коэффициентов, характеризующих равновесное соотношение между реальным эффективным валютным курсом и набором фундаментальных макроэкономических показателей, от которых зависит его уровень; расчета равновесного уровня курса с использованием коэффициентов, полученных в панельной регрессии; расчета размера необходимого изменения валютного курса как разницы между равновесным курсом и курсом, наблюдаемым для данной страны.

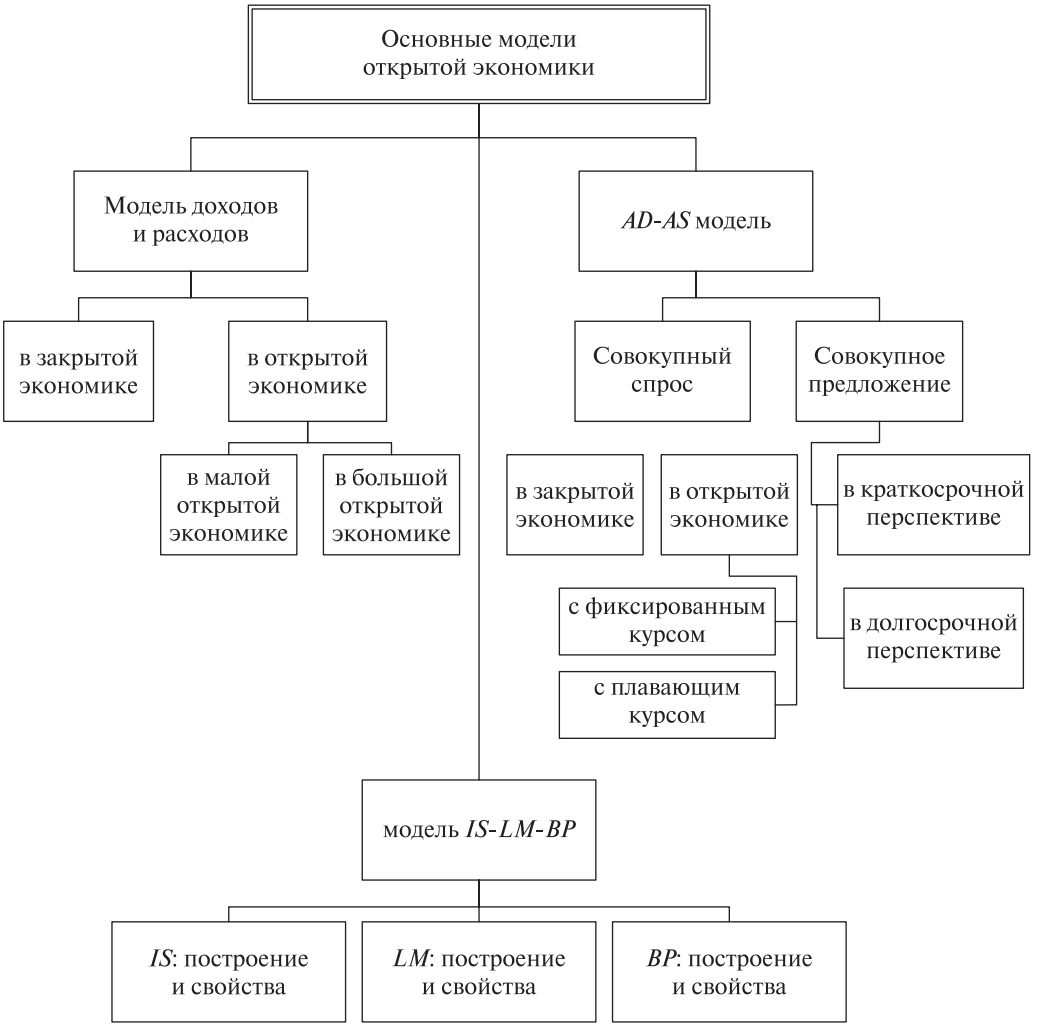
6. Вывод о необходимости и величине изменения валютного курса основывается на экспертном суждении с учетом результатов оценок полученных в соответствии со всеми четырьмя методологическими подходами. При вынесении суждения необходимо принимать во внимание, что изменение номинального уровня фиксированного курса (чаще всего девальвация) в случае его отклонения от фундаментальных показателей (чаще всего завышения) является только одним из многих инструментов исправления внешнего дисбаланса. В числе других и не менее эффективных – бюджетная политика (внутренняя девальвация), монетарная политика, политика движения капитала,

структурная политика. Кроме того, необходимо выяснить причины несоответствия уровня курса фундаментальным показателям, надежно оценить эластичность изменения текущего баланса к изменению курса, определить вклад отдельных фундаментальных показателей в отклонение курса от равновесного, оценить динамику самого равновесного курса, и временные рамки, в течение которых желательно привести уровень курса в соответствие с фундаментальными показателями.

Глава 3

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОРРЕКТИРОВКА

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Модель *IS-LM-BP*
Автономные расходы
Большая открытая экономика
Закрытая экономика
Инфляционный разрыв
Кейнсианский крест
Малая открытая экономика
Модель доходов – расходов
Мультипликатор
  большой открытой экономики
  малой открытой экономики
  расходов
Мобильность капитала
  неполная
  полная
Потенциальный уровень производства
Предельная склонность
  к импорту
  к потреблению
  к сбережению
Рецессионный разрыв
Совокупное предложение
  в долгосрочной перспективе
  в краткосрочной перспективе
Совокупный спрос

9. Аналитические модели открытой макроэкономики

Доходы и расходы (модель Кейнса)

Теоретический анализ открытой экономики может осуществляться на разных уровнях сложности и глубины проникновения в проблемы. Простейшая модель, позволяющая анализировать развитие открытой экономики, основана на разработанном в 1930-е гг. Дж. Кейнсом подходе к анализу экономики через соотношение доходов и расходов (*биографическая вставка 9.1*). Соответственно, сначала будет рассмотрена структура базовой кейнсианской модели закрытой экономики, затем она будет распространена на малую открытую экономику и, наконец, на большую открытую экономику, взаимодействующую с остальным миром.

Базовая кейнсианская модель основывается на ряде допущений, которые призваны упростить структуру экономики, чтобы выделить главные взаимосвязи. В их числе следующие:

- Все цены в экономике неизменны – цены товаров (инфляция отсутствует), капитала (процентные ставки), труда (зарплаты) и иностранной валюты (фиксированный режим валютного курса).
- Существуют неиспользованные ресурсы. Экономика оперирует не полностью использованными ресурсами и имеет потенциал экстенсивного роста, например, за счет увеличения производства путем простого увеличения количества занятых.
- Размеры производства и занятости непосредственно зависят от совокупных расходов.
- Денежный сектор и денежно-кредитные инструменты регулирования экономики отсутствуют.

Кейнсианская модель может быть представлена для трех конфигураций макроэкономики – закрытой экономики, малой отрытой экономики и большой открытой экономики.

- *Закрытая экономика (closed economy)* – страна, которая не ведет торговлю с остальным миром.
- *Малая открытая экономика (small open economy)* – страна, которая ведет торговлю с остальным миром,

Биографическая вставка 9.1

Джон Мейнард Кейнс (John Maynard Keynes), 1883–1946

Выдающийся экономист XX столетия, чье имя стоит в одном ряду с такими гигантами экономической мысли, заложившими основы международной экономики, как Адам Смит, Давид Рикардо и Альфред Маршалл. Его отец – Джон Невилл Кейнс – был известным английским экономистом, автором опубликованной в 1891 г. книги «The Scope and Method of Political Economy».

Получив начальное образование в Итоне, Джон Мейнард Кейнс закончил в 1905 г. Королевский колледж Кембриджского университета и получил диплом математика. После этого он там же под руководством Альфреда Маршалла и Артура Пигу изучал экономику. Проработав пару лет в государственных организациях, где он занимался финансовыми проблемами Индии и написал об этом книгу, Кейнс вернулся в Оксфорд в качестве преподавателя экономики и защитил там диссертацию.

С началом первой мировой войны Кейнс перешел на работу в британское казначейство и в 1919 г. был назначен представителем на Версальской мирной конференции. Несогласие с экономической стороной Версальского договора привело к отставке Кейнса из казначейства и публикации статьи «Economic Consequences of the Peace» («Экономические последствия мира»), которая сделала его мировой знаменитостью. Вернулся он туда только в 1940 г. и занимался вопросами финансирования британской экономики вовремя Второй мировой войны. Получив за заслуги титул лорда в 1942 г., Кейнс начал размышлять об основах устройства международной экономики в послевоенный период. Его идеи легли в основу создания существующих и поныне Бреттонвудских институтов – МВФ и Мирового банка.

Жизнь Кейнса была бурной. В 1925 г. он женился на Лидии Лопоковой, бывшей прима балерине Дягилевского балета, жившей в Париже. Кейнс спекулировал на бирже, консультировал частный бизнес, был председателем страховой компании, занимался публицистикой, редактировал престижный экономический журнал. Бомба разорвалась в 1936 г., когда Кейнс опубликовал книгу «The General Theory of Employment, Interest and Money» («Общая теория занятости, процента и денег»), практически впервые предложив отличный от неоклассического подход к макроэкономике в целом. Теория была настолько неожиданна, что ее критика началась еще до того, как тираж был распродан. Подобно большинству сочинений Смита, Рикардо, Маркса, Маршалла, книга Кейнса была плохо структурированной, полной неясностей, отходов от темы. Поэтому Кейнса также сразу начали адаптировать, упрощать, объяснять, иллюстрировать, и в большей части неудачно. П. Самуэльсон как-то хорошо объяснил, почему Кейнса пришлось объяснять: «Общая теория – ужасно написанная книга, она плохо организована. Она полна иллюзий и путаницы. Сама кейнсианская теория в ней изложена неясно. Вспышки озарений и интуиции перемежаются со скучнейшей алгеброй. Когда в конце концов ее одолеешь, то оказывается, что анализ в ней очевиден и в то же время нов. Короче говоря, это работа гения». Так Кейнс стал одним из экономистов, более 30 томов трудов которого все цитируют, но никто полностью не читал.

Основные труды: Indian Currency and Finance, 1918; The Economic Consequences of the Peace, 1919; A Treatise on Probability, 1921; A Tract on Monetary Reform, 1923; A Short View of Russia, 1925; A Treatise on Money, 2 vols, 1930; Essays in Persiasion, 1931; Essays in Biography, 1933; The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936; How to Pay for the War, 1940.

Сайт: www.maynardkeynes.org

но изменения в уровне дохода в которой не оказывают влияния на ее импорт и остальные страны.

- *Большая открытая экономика (large open economy)* – страна, которая ведет торговлю с остальным миром, и изменения в уровне дохода в которой оказывают влияние на ее импорт и остальные страны.

Закрытая экономика

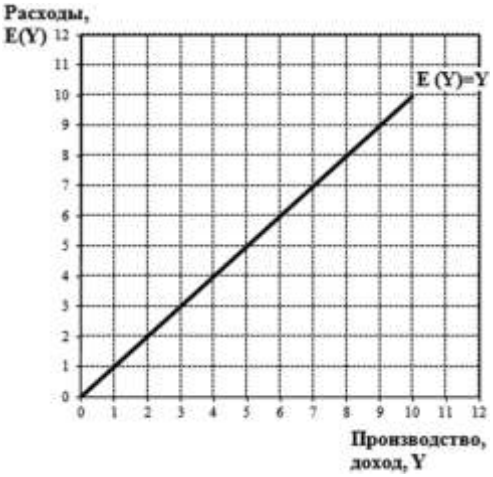
Модель закрытой экономики представляет собой простое соотношение доходов и расходов. Под доходами (Y) понимается обычно один из показателей совокупного дохода страны – национальный доход, ВНП или ВВП. По определению доходы могут использоваться только на потребление (C) или сбережение (S). Поэтому ключевой задачей модели доходов-расходов является определение функции потребления (*consumption function*) и функции сбережения (*saving function*). То, сколько каждый человек может потреблять и сберегать, напрямую зависит от объемов его доходов. Соответственно и в экономике в целом уровни потребления и сбережений зависят от уровня дохода: $Y = C(Y) + S(Y)$.

Перегруппировывая слагаемые в этом уравнении, нетрудно показать, что сбережения – это та часть совокупного дохода, которая не была потреблена и, соответственно, что потребляться может только та часть дохода, которая не превращается в сбережения.

Если показать на горизонтальной оси уровень дохода, а на вертикальной – уровень расходов, который зависит от дохода, то экономика будет находиться в равновесии, когда доходы равны расходам, $E(Y) = Y$. Это равенство возникает в любой точке на биссектрисе – луче, который делит угол пополам (рис. 9.1).

Расходы состоят из нескольких компонентов (рис. 9.2):

Рис. 9.1. **Макроэкономическое равновесие**

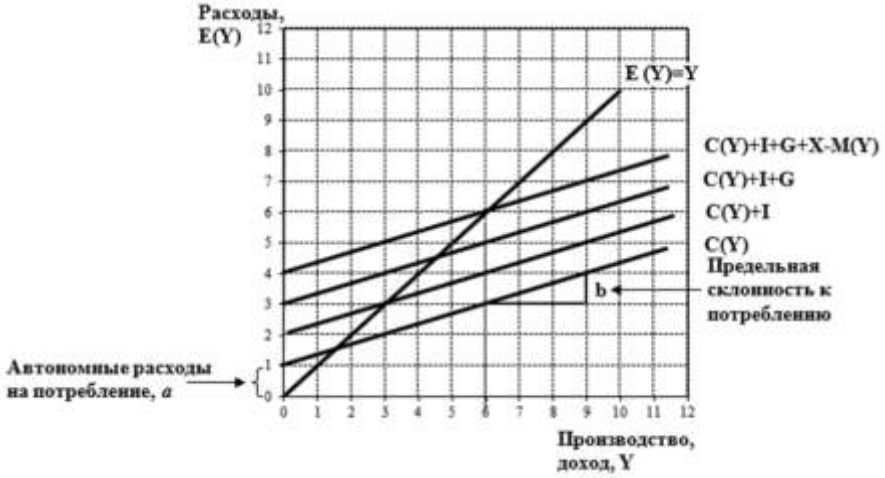


- *Расходов на частное потребление*, C. Частное потребление полагается эндогенным показателем, зависящим от уровня доходов, т.е. функцией от дохода $C(Y)$. Функция потребления является простой линейной функцией типа $C(Y) = a + bY$. Коэффициент a – точка пересечения кривой функции спроса с осью расходов E и показывает, что в экономике существуют автономные расходы – некоторый спрос, даже если доходы равны нулю, за счет прошлых сбережений, кредитов, накопленных запасов и других источников. Коэффициент b показывает наклон кривой функции потребления к оси доходов и отражает предельную склонность к потреблению.

- *Расходов на частные инвестиции*, I. Размер инвестиций считается автономным (независимым) от уровня дохода. Инвестиции просто сдвигают кривую расходов несколько вверх, до уровня $C + I$.

- *Расходов государства*, G. Государственные расходы состоят из государственного потребления (зарплаты государственных служащих, приоб-

Рис. 9.2. **Компоненты расходов**



ретение товаров и услуг для государственных нужд и субсидии) и государственных инвестиций (строительство, приобретение оборудования и пр.). Государственные расходы также не зависят от совокупного уровня дохода и сдвигают кривую расходов на уровень $C + I + G$.

- *Расходов на чистый экспорт*, т.е. разность экспорта и импорта $X - M$. Расходы на производство экспортных товаров X не зависят от уровня дохода. В то же время расходы на импорт находятся в зависимости от уровня дохода, $M(Y)$. С учетом расходов на чистый экспорт кривая расходов сдвигается на уровень $C + I + G + X - M$, который может быть интерпретирован как совокупный уровень расходов страны. Напомним, что в закрытой экономике наличие чистого экспорта во внимание не принимается.

Как видно, в кейнсианской модели представлены расходы двух типов – зависящие (расходы на потребление и импорт) и не зависящие от уровня дохода, автономные от него.

@ *Автономные расходы (autonomous expenditure)* – расходы, не зависящие от уровня доходов.

Они состоят из расходов на потребление (a), расходов на инвестиции (I), расходов правительства (G) и расходов на чистый экспорт $X_n = X - M(Y)$. Тем самым автономные расходы могут быть представлены как

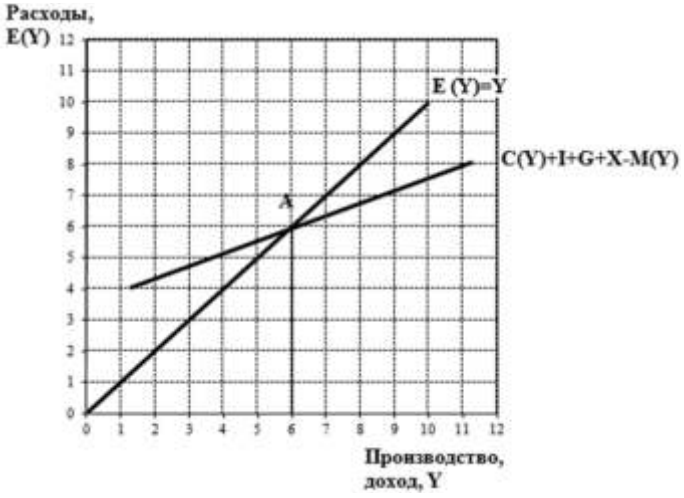
$$A = a + I + G + X_n.$$

Макроэкономическое равновесие в стране достигается в точке, в которой кривая расходов пересекает биссектрису, образуя графическую фигуру в виде креста, которая используется для объяснения кейнсианской модели доходов-расходов (рис. 9.3).

@ *Кейнсианский крест (Keynes' cross)* – графическое представление кейнсианской модели доходов-расходов, предложенное П. Самуэльсоном.

Несмотря на то, что условия экономического равновесия определены как равенство доходов расходам $Y = E(Y)$, функция текущих либо желаемых расходов на потребление в каждой стране своя и неизбежно отклоняется от бис-

Рис. 9.3. **Кейнсианский крест**



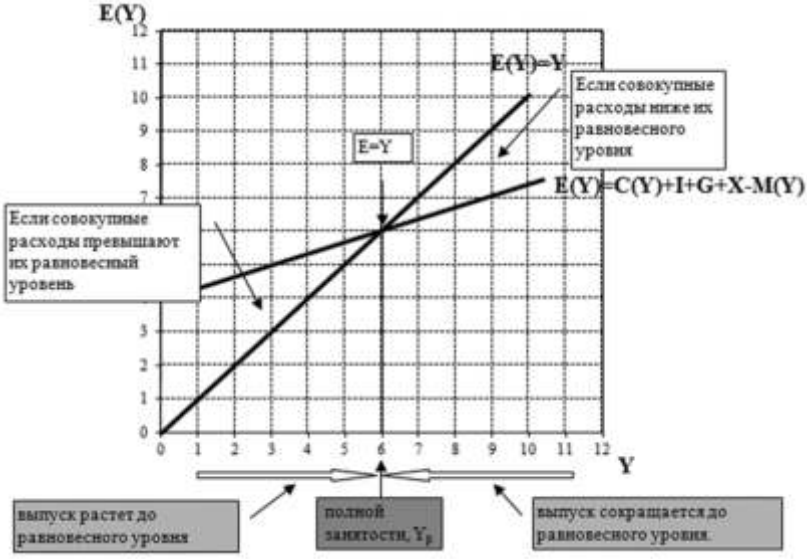
сектрисы в силу наличия автономных расходов. В результате функция расходов пересечет биссектрису в точке A, где $Y = C(Y) + I + G + X - M(Y)$. В любой точке слева от A текущие расходы на потребление и инвестиции превышают имеющиеся доходы, т.е. совокупный спрос превышает совокупное предложение, что побуждает производство к росту.

В любой точке справа от A расходы ниже текущих доходов, в результате чего растут запасы нереализованных товаров, и производство сокращается (рис. 9.4).

Доходы могут либо потребляться $C(Y)$, либо сберегаться $S(Y)$, при этом считается, что уровень сбережений, как и потребления, зависит от дохода

$$Y = C(Y) + S(Y).$$

Рис. 9.4. **Автоматическая корректировка**



Поставив $C(Y) = a + bY$ вместо потребления, получаем

$$Y = a + bY + S(Y).$$

Откуда

$$S(Y) = Y - bY - a = -a + (1 - b)Y.$$

Если обозначить теперь $s = 1 - b$, то уравнение функции сбережений примет следующий вид

$$S(Y) = -a + sY.$$

Очевидно, что функция сбережений – это прямая, которая пересечет вертикальную ось расходов в точке $-a$, а коэффициент s – наклон кривой сбережений к оси доходов (рис. 9.5).

Таким образом, можно определить еще два понятия.

Коэффициент c представляет собой наклон кривой функции потребления по отношению к оси доходов и измеряет предельную склонность к потреблению.

@ *Предельная склонность к потреблению (marginal propensity to consume, MPC)* – изменение в уровне потребления ΔC в результате изменения дохода ΔY на единицу.

$$c = \frac{\Delta C}{\Delta Y}.$$

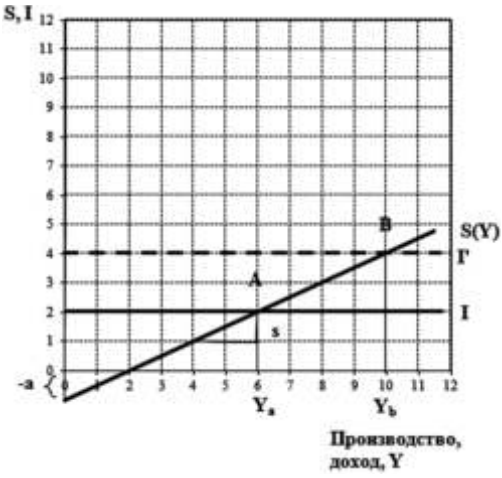
Коэффициент s представляет собой наклон кривой функции сбережений по отношению к оси доходов и измеряет предельную склонность к сбережению.

@ *Предельная склонность к сбережению (marginal propensity to save, MPS)* – изменение в уровне сбережений ΔS в результате изменения дохода ΔY на единицу.

$$s = \frac{\Delta S}{\Delta Y}.$$

Поскольку $MPS = 1 - MPC$, очевидно, что сумма предельной склонности к сбережению и предельной склонности к потреблению равна 1, т.е. $MPS + MPC = 1$. Кроме того, поскольку доход тратится не только на сбережения, но и на внутреннее потребление, его увеличение на единицу ведет к росту сбережения меньше, чем на единицу, т.е. $0 < MPS < 1$.

Рис. 9.5. **Сбережения и инвестиции**



В кейнсианской модели предполагается, что инвестиции не зависят от уровня дохода и являются экзогенными и поэтому показывается прямой I, параллельной оси дохода. Поскольку инвестиции могут финансироваться только за счет сбережений, закрытая экономика находится в равновесии в точке A, где инвестиции равны сбережениям $I = S$ и, соответственно, функция сбережений пересекает функцию инвестиций.

Справа от точки A сбережения превышают инвестиции, что говорит об узости инвестиционных возможностей, а слева – инвестиции превышают сбережения, что не может считаться устойчивой ситуацией, поскольку источники излишних инвестиций рано или поздно иссякнут. Инвестиции рассматриваются как инъекция материальных средств в экономику, поскольку за их счет может расширяться производство, а сбережения – как утечка средств из экономики в том смысле, что они не используются для расширения производства.

В кейнсианской модели увеличение каждого их компонентов расходов, кроме

чистого импорта, приводит к росту дохода. Допустим, например, что инвестиции, которые в кейнсианской модели не зависят от уровня дохода, увеличиваются с уровня I до уровня I' (рис. 9.6). Кривая совокупных расходов переместится на уровень $C(Y) + I' + G + X - M(Y)$. В результате чего экономика окажется в равновесии в точке B, в которой доход увеличится с Y_a до Y_b.

Поскольку растет доход, растут и сбережения, ибо они зависят от уровня дохода. Сбережения увеличиваются до тех пор, пока не сравняются с новым, более высоким уровнем инвестиций в точке B.

Из рисунка 9.6 видно, что увеличение инвестиций на некоторую величину привело к росту уровня дохода на бóльшую величину. Аналогичный эффект мог бы иметь место и при увеличении ΔA любого другого компонента автономных расходов

$$\Delta A = \Delta(a + I + G + X_n).$$

Это происходит из-за того, что часть автономных расходов превращается в чей-то доход, который вновь используется. Это те средства, которые не сберегаются и тем самым не утекают из системы, т.е. величина, обратная предельной склонности к сбережениям $\frac{1}{s}$, называемая мультипликатором. Поскольку предельная склонность к сбережениям и предельная склонность к потреблению в сумме равны единице ($s + c = 1$), мультипликатор может быть записан и как $\frac{1}{1-c}$.

@ *Мультипликатор расходов (expenditure multiplier, к)* – коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода ΔY в результате дополнительной единицы автономных расходов ΔA

$$k = \frac{\Delta Y}{\Delta A} = \frac{1}{s} = \frac{1}{1-c}.$$

Поскольку $s < 1$ и $c < 1$, $k > 1$. Из равенства видно, что чем меньше предельная склонность к сбережению, т.е. чем ближе к горизонтальной оси кривая сбережений, тем больше размер мультипликатора. Чем больше предельная склонность к потреблению, т.е. чем ближе к вертикальной оси кривая потребления, тем больше мультипликатор.

В закрытой экономике, где экспорт и импорт отсутствуют, дополнительная единица автономных расходов может представлять собой либо дополнительную

Рис. 9.6. **Рост инвестиций и дохода**

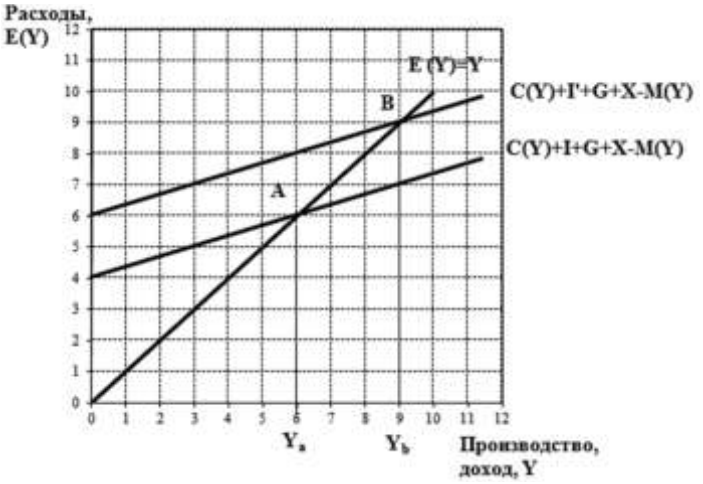
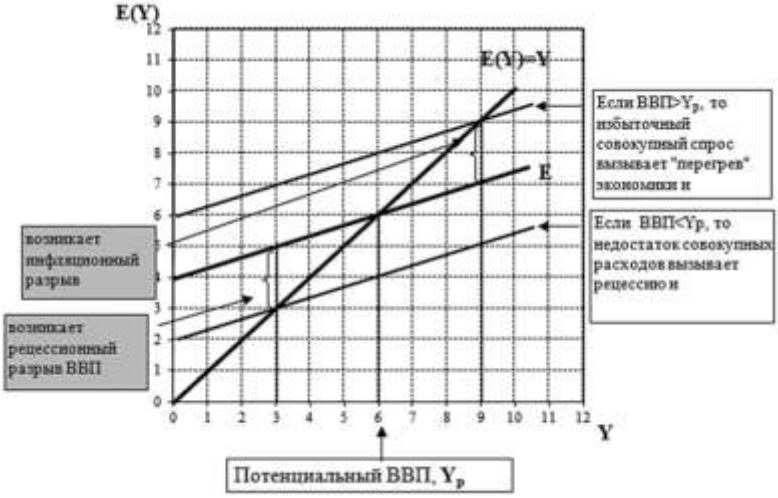


Рис. 9.7. **Потенциальный и равновесный уровень производства**



единицу инвестиций $k = \frac{\Delta Y}{\Delta I}$, либо дополнительную единицу государственных расходов $k = \frac{\Delta Y}{\Delta G}$.

Вот, что представляют собой доходы и расходы в модели закрытой экономики (*пример 9.1*).

@ *Модель доходов-расходов (income-expenditure model)* – разработанная Дж. Кейнсом модель автоматической корректировки доходов в односекторальной экономике через механизм мультипликации расходов в условиях неполной занятости, постоянства всех цен и отсутствия государственного сектора.

Равновесный уровень производства может отклоняться от потенциального уровня производства вследствие колебания любого компонента совокупных расходов.

@ *Потенциальный уровень производства (potential output)* – уровень производства, достигаемый при полном использовании имеющихся факторов производства и не ведущий к росту инфляции.

Если уровень равновесного производства ниже потенциального, то совокупный спрос недостаточно эффективен, что ведет к депрессии экономики (рис. 9.7) . Напротив, если уровень равновесного производства выше потенциального, то излишний совокупный спрос приводит только к росту инфляции, поскольку производители не в состоянии расширить производство сверх его потенциального уровня, для этого просто нет свободных факторов производства.

- *Инфляционный разрыв (inflationary gap)* – рост совокупных расходов, который обеспечит повышение размеров производства до потенциального уровня
- *Рецессионный разрыв (recessionary gap)* – сокращение совокупных расходов, которое обеспечит снижение размеров производства до потенциального уровня.

Таким образом, в закрытой экономике дополнительные расходы на инвестиции или государственные расходы мультиплицируются на величину, обратную предельной склонности к сбережениям, и обеспечивают рост производства и дохода, больший по сравнению с величиной первоначального увеличения расходов.

Пример 9.1. **Доходы и расходы в закрытой экономике**

Допустим, что функция потребления в некоторой стране $C = 100 + 0{,}75Y$. Это означает, что предельная склонность к потреблению составляет 0,75, а уровень потребления, не зависящий от текущего дохода, например за счет сбережений в прошлом, – 100 (млрд. руб. или любых других денежных единиц). Если доход (Y) равен 1000, то текущее потребление составляет $100 + 0{,}75 \times 1000 = 850$. Если же уровень дохода увеличивается до 1200, текущее потребление составляет $100 + 0{,}75 \times 1200 = 1000$.

Функция сбережения также зависит от уровня доходов и составляет $S = -100 + 0{,}25Y$. Соответственно, при уровне дохода, равном 1000, уровень сбережения составляет $-100 + 0{,}25 \times 1000 = 150$. Поскольку в закрытой экономике инвестироваться может только то, что сберегается, экономика находится в равновесии, когда инвестиции равны сбережениям, 150 = 150. Если доход увеличивается до 1200, то сбережения вырастают до $-100 + 0{,}25 \times 1200 = 200$. Нетрудно видеть, что и в первом, и во втором случае суммы вычисленных потребления и сбережения равны уровню доходов, т.е. $850 + 150 = 1000$ и $1000 + 200 = 1200$.

При росте инвестиций на 100 совокупные расходы увеличиваются также на 100. Пусть 75% расходов идет на потребление (предельная склонность к потреблению 0,75) и 25% – на сбережение (предельная склонность к сбережению 0,25). Доход, использованный на сбережение, уходит из системы, а доход, израсходованный на потребление, снова инвестируется. В результате на втором этапе инвестируется только $0{,}75 \times 100 = 75$ единиц дохода, на третьем – $0{,}75 \times 75 = 56{,}25$, на четвертом – $0{,}75 \times 56{,}25 = 42{,}19$ и т.д. до тех пор, пока инвестировать окажется нечего Сложив уровень роста дохода на каждом этапе ($75 + 56{,}25 + 42{,}19 + ...$), можно получить окончательную цифру. При мультипликаторе дохода, равном $\frac{1}{0{,}25} = \frac{1}{1 - 0{,}75} = 4$, рост доходов в результате увеличения инвестиций составит $100 \times 4 = 400$.

За счет роста расходов государство может сократить рецессионный разрыв, а за счет сокращения расходов – инфляционный разрыв, сблизив наблюдаемый уровень производства и дохода с потенциальным, что обеспечивает поддержание макроэкономического равновесия.

Малая открытая экономика

В соответствии с кейнсианской моделью, открытая экономика отличается от закрытой тем, что в модели открытой экономики учитывается внешняя торговля – экспорт и импорт. Импорт, также как и потребление и сбережения, считается эндогенной переменной, зависящей от объемов доходов $M(Y)$. Эта функциональная зависимость многократно подтверждена эмпирически и основана на том, что потребление импортной продукции может рассматриваться как составная часть национального потребления в целом наряду с потреблением продукции, произведенной внутри страны. Поэтому и изменения в уровне импорта ΔM, так же как и изменения в уровне сбережений ΔS, вызываются и стимулируются развитием дохода, или, как принято говорить, индуцируются (*induced*) доходом. Как и сбережения, импорт считается утечкой капитала из экономики, поскольку средства резидентов тратятся на товары, произведенные за рубежом.

Экспорт X, как и инвестиции I и государственные расходы G, полагается экзогенной переменной, независящей от

объемов дохода и определяемой спросом других стран на продукцию данной страны. Следовательно, любые изменения в уровне инвестиций ΔI и уровне экспорта ΔX являются автономными (*autonomous*) от уровня дохода. Так же как и инвестиции, экспорт считается инъекцией средств в национальную экономику за счет сбережений других стран.

Графики импорта и экспорта строятся аналогично графикам сбережений инвестиций (рис. 9.8).

Экспорт, не зависящий от доходов, является прямой линией, параллельной оси доходов Y. Импорт, зависящий от доходов, показывается наклонной прямой, определяемой функцией типа $M(Y) = d + imY$. При этом d – точка пересечения кривой с вертикальной осью, на которой отложены экспорт и импорт. Она показывает уровень импорта при нулевом уровне дохода за счет иных источников, например кредитов или прошлых сбережений. Величина d называется автономным импортом, т.е. импортом, не зависящим от уровня доходов. Величина imY – индуцированный импорт, показывающий величину импорта, зависящего от уровня дохода. Наклон кривой функции импорта im к оси доходов показывает изменение в объеме импорта ΔM в результате изменения в уровне дохода ΔY и называется предельной склонностью к импорту.

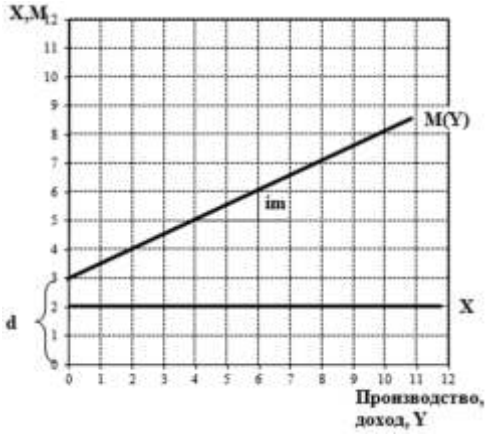
@ *Предельная склонность к импорту (marginal propensity to import* (*MPM*) – изменение в уровне импорта (ΔM) в результате изменения дохода на единицу (ΔY):

$$MPM = \frac{\Delta M}{\Delta Y}.$$

Поскольку доход тратится не только на импорт, но и на внутреннее потребление и сбережение, увеличение дохода на единицу ведет к росту импорта меньше, чем на единицу, т.е. $0 < im < 1$.

Как установлено выше, закрытая экономика находится в равновесии, если сбережения равны инвестициям $S(Y) = I$.

Рис. 9.8. **Малая открытая экономика: экспорт и импорт**



Если добавить экспорт к инвестициям, а импорт – к сбережениям, то открытая экономика может быть в равновесии только тогда, когда экспорт равен импорту $S(Y) + M(Y) = I + X$.

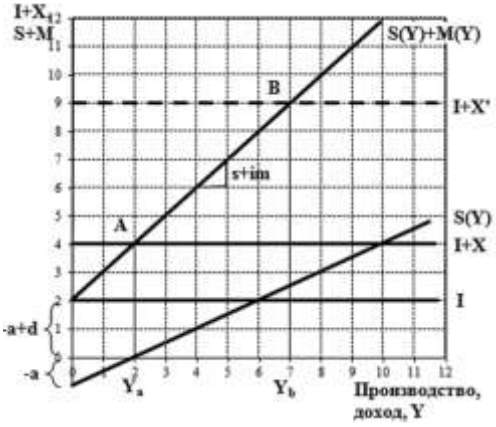
Если перенести импорт и экспорт в одну сторону, а инвестиции и сбережения – в другую, то получится основное тождество открытой макроэкономики, говорящее, что превышение внутренних инвестиций над сбережениями должно финансироваться за счет положительного сальдо торгового баланса, по сути, за счет притока капитала из-за рубежа, т.е. $S(Y) - I = X - M(Y)$.

@ *Малая открытая экономика (small open economy)* – страна, которая ведет торговлю с остальным миром, но изменения в уровне дохода в которой не оказывают влияния на ее импорт и остальные страны.

Малая открытая экономика находится в состоянии равновесия, когда выполняются условия этого равенства уравнения (рис. 9.9).

Графически это означает, что изображенные на рисунке параметры функции инвестиций должны быть увеличены на

Рис. 9.9. **Равновесие в малой открытой экономике**



размер экспорта, а сбережений – на величину импорта. В результате горизонтальная прямая графика инвестиций I сместится вверх до уровня $I + X$. График функции сбережений сместится вверх до уровня $(-a + d)$ на размер импорта, не зависящего от уровня сбережений. Его наклон также увеличится по отношению к оси доходов Y на размер предельной склонности к импорту. Наклон графика совокупной функции сбережений и импорта составит $s + im$. В результате первоначальное равновесие в открытой экономике возникнет в точке A, где график суммы инвестиций и экспорта пересечет график функции суммы сбережений и импорта (рис. 9.9). В этой точке равновесия уровень дохода в малой открытой экономике составит Ya.

Проблема макроэкономической корректировки для малой открытой экономики встает тогда, когда возникает некоторое изменение внешних условий ее функционирования. В простейшем случае, например, за рубежом неожиданно увеличивается спрос на экспортные товары данной страны. Это может произойти по многим причинам. Например, страна – главный торговый партнер – может снизить импортные пошлины, что приведет к падению цены импортных товаров на ее внутреннем рынке и увеличению спроса на их экспорт из рассматриваемой страны. Или возросшие цены на нефть приведут к росту спроса на небольшие экономичные автомашины, которые данная малая экономика как раз и экспортирует. Или сама эта страна, внедрив новые технологии в производство экспортных товаров, снизила их себестоимость, в результате чего спрос на них из-за рубежа возрос. Или рассматриваемая страна девальвировала курс национальной валюты, что увеличило прибыльность ее экспортеров.

Если в малой открытой экономике увеличивается экспорт, то график ее расходов на инвестиции и на экспортные товары переместится несколько выше, например, на уровень $I + X'$. В результате точка макроэкономического равновесия переместится на уровень B. Более высокий уровень доходов от возросшего экспорта приводит к повышению уровня дохода с Y_a до Y_b, что позволит стране тратить больше средств на сбережения и импорт.

Если сумма инвестиций и экспорта равна сумме сбережений и импорта, то их изменения в результате изменения слагаемых также должны быть равны, т.е. $\Delta S(Y) + \Delta M(Y) = \Delta I + \Delta X$. Изменения в уровне инвестиций и экспорта по определению не зависят от уровня дохода. А изменения в сбережениях и импорте, напротив, индуцируются им, что алгебраически вытекает из формул, определяющих, соответственно, предельную склонность к сбережениям и импорту. Если взять, соответственно, ΔS и ΔM, и подставить их значения в левую часть этого уравнения, то $s\Delta Y + im\Delta Y = \Delta I + \Delta X$. Откуда $\Delta Y = \frac{1}{(s + im)}(\Delta I + \Delta X)$. Если полагать $\Delta I = 0$ и обозначить $k' = \frac{1}{(s + im)}$, то $\Delta Y = k'\Delta X$. Множитель k' может считаться мультипликатором малой открытой экономики, который иногда также называют мультипликатором внешней

торговли, поскольку он показывает процесс мультипликации, связанный только с изменением экспорта и импорта.

@ *Мультипликатор малой открытой экономики (small open economy multiplier, k′)* – коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода ΔY в результате изменения экспорта на единицу ΔX

$$k' = \frac{\Delta Y}{\Delta X}.$$

Учитывая также, что $s + c = 1$, мультипликатор можно записать как $k' = \frac{1}{(1 - A + im)}$.

Если сравнить мультипликатор закрытой экономики $k = \frac{1}{s} = \frac{1}{1-c}$ с мультипликатором малой открытой экономики $k' = \frac{1}{s + im} = \frac{1}{1 - c + im}$, то очевидно следующее:

- Поскольку $s < 1$ и $s + im < 1$, оба мультипликатора всегда больше единицы.
- В открытой экономике размер мультипликатора всегда меньше, чем в закрытой, поскольку знаменатель дроби больше на размер коэффициента предельной склонности к импорту, т.е. $k > k'$.
- Утечка средств из экономики в условиях открытого режима ее функционирования больше, чем в закрытой экономике на размер затрат на импорт.
- Если экономика закрытая, то импорт отсутствует, $im = 0$, и мультипликатор открытой экономики превращается в мультипликатор закрытой экономики.

Таким образом, процесс мультипликации состоит в том, что рост экспорта или внутренних инвестиций в малой открытой экономике приводит к росту ее дохода, что, в свою очередь, вызывает увеличение импорта. Размер мультипликатора свидетельствует о силе корректировочного эффекта, возникающего при изменении изначально существовавшего экономического равновесия вследствие роста экспорта. С одной стороны, он показывает, что автономный рост экспорта приводит к тем большему росту дохода, чем меньше размер утечки средств из экономики на сбережения и импорт, которые зависят, соответственно, от предельной склонности к сбережению и предельной склонности к импорту. Другими словами, чем меньше знаменатель $k' = \frac{1}{s + im} = \frac{1}{1 - c + im}$, тем больше значение k' и тем сильнее мультипликативное воздействие роста экспорта на уровень дохода.

Это видно и графически. Чем меньше наклон графика функции $S(Y) + M(Y)$ к оси Y, который как раз и равен сумме коэффициентов s и im, чем ближе она к горизонтали, тем дальше справа окажется точка B, показывающая новый уровень экономического равновесия, и, соответственно, тем дальше вправо переместится точка Y_b, определяющая новый, более высокий уровень доходов (*пример 9.2*).

Модель корректировки малой открытой экономики является удобным инструментом решения практических задач экономических реформ в странах, в которых внешняя торговля в основном свободна от количественных ограничений. В таких странах в зависимости от целей реформ могут ставиться задачи сокращения дефицита торгового баланса, для финансирования которого не хватает внутренних сбережений. Сократить дефицит торгового баланса можно путем либо сокращения импорта, либо увеличения экспорта, либо того и другого одновременно. В простейшем случае для быстрого исправления торгового дисбаланса принимается решение тем или иным способом ограничить импорт (при фиксированном

Пример 9.2. **Доходы и расходы в малой открытой экономике**

Расширим расходы закрытой экономики, представленной в предыдущем примере, на размер расходов на экспорт и импорт, превратив тем сам закрытую экономику в открытую. Допустим, что функция импорта описывается равенством $M = 150 + 0{,}15Y$, т.е. часть импорта, которая автономна от уровня дохода, равна 150 (млрд. руб. или любых других денежных единиц), а часть импорта, индуцированная доходами, составляет 0,15 от уровня дохода. Экономика страны в предыдущем примере находилась в начальном равновесии, когда сбережения равнялись инвестициям 150 = 150 при уровне дохода в 1000. Учитывая, что в условиях открытой экономики экспорт добавляется к инвестициям, а импорт – к сбережениям ($I + X = S + M$), такая экономика может остаться в равновесии только в том случае, если экспорт будет также равен импорту, т.е. $M = 150 + 0{,}15 \times 1000 = 300 = X$. В результате экономика при $Y = 1000$ находится в равновесии, поскольку 150 + 300 = 150 + 300.

Допустим, что в силу возросшего зарубежного спроса экспорт увеличивается на 200 единиц. Мультипликатор расходов в малой открытой экономике при тех же, как и в предыдущем примере, предельных склонностях к сбережению (0,25) и импорту (0,15) составит $\frac{1}{0{,}25 + 0{,}15} = 2{,}5$. При таком мультипликаторе рост экспорта на 200 приведет к росту дохода на $200 \times 2{,}5 = 500$, с первоначального уровня в 1000 до 1000 + 500 = 1500. При этом сбережения увеличатся на $0{,}25 \times 500 = 125$, а импорт – на $0{,}15 \times 500 = 75$. В результате на новом уровне равновесного дохода, равном 1500, изменения в сумме инвестиций и экспорта будут равны изменениям в сумме сбережений и импорта $\Delta S + \Delta S = \Delta I + \Delta X$. Ведь инвестиции не изменялись, а изменялся только экспорт, 125 + 75 = 0 + 200.

Нетрудно заметить, что экспорт вырос больше, чем импорт (200 > 75), т.е. изменение уровня дохода в результате роста экспорта привело и к росту импорта. В результате начальный торговый баланс 300 = 300 превратился в дисбаланс 300 + 200 > 300 + 75, т.е. положительное сальдо торгового баланса составило 125. Торговое сальдо страны улучшилось, но на величину меньшую, чем рост экспорта, из-за того, что возросший доход индуцировал рост импорта. В силу аккумуляции ресурсов из-за рубежа страна теперь может инвестировать на 125 денежных единиц больше, чем сберегает. Если теперь сопоставить мультипликатор расходов в закрытой экономике (4), вычисленный в предыдущем примере, и в открытой экономике (2,5), то становится очевидно, что мультипликатор расходов в открытой экономике существенно меньше, чем в закрытой (2,5 < 4). Это объясняется утечкой средств не только на сбережения, как в закрытой экономике, но и на оплату импорта.

валютном курсе – путем повышения пошлин, количественных и иных административных ограничений), что обычно сделать значительно легче, чем резко увеличить экспорт. Чтобы сократить спрос на импорт, необходимо сократить уровень дохода, от которого импорт напрямую зависит. Насколько?

Задача решается в два действия. Сначала на основе исторических данных вычисляется предельная склонность страны к импорту как частное от деления роста импорта на рост, например, номинального ВВП, за ту же единицу времени (год, квартал). При этом берется некоторое среднее значение за наиболее репрезентативный промежуток времени (3–5 лет). Затем значение желаемого сокращения импорта делится на предельную склонность к импорту, в результате чего получается размер необходимого для достижения этого сокращения дохода. В за-

висимости от того, как определен доход, его сокращение может интерпретироваться как сокращение инфляционной компоненты номинального дохода. При высокой инфляции реальный валютный курс обычно завышен и импортный спрос также искусственно высок.

Другой, более сложный вариант исправления торгового дисбаланса – увеличение экспорта. Сложность заключается в числе прочего в том, что рост экспорта, как было показано выше, на определенную величину не приводит к улучшению торгового баланса на эту же величину в силу того, что одновременно растет и импорт, индуцированный ростом доходов от экспорта. Насколько надо увеличить экспорт, чтобы не только ликвидировать торговый дефицит, но и перекрыть неизбежно возрастающий импорт?

Задача решается в несколько этапов. Сначала на историческом материале рассчитываются предельная склонность страны к сбережениям и ее предельная склонность к импорту, и на их основе вычисляется размер мультипликатора малой открытой экономики. Поскольку торговый дефицит финансируется за счет изменения во внутренних сбережениях, используя коэффициент предельной склонности к сбережениям, вычисляется изменение дохода, который мог бы привести к таким изменениям в сбережениях, которые необходимы для финансирования торгового дефицита. Путем деления прироста дохода на величину мультипликатора определяется размер изменения экспорта, необходимый для достижения равенства торгового баланса с учетом импорта, индуцированного ростом доходов в результате экспорта (*пример 9.3*).

Кейнсианская модель малой открытой экономики приводит к нескольким важным выводам.

- Во-первых, при фиксированных внутренних ценах и валютном курсе изменения в уровне дохода страны приводят к автоматическому восстановлению равенства платежного баланса: растущий в результате экспорта доход увеличивает импорт, что компенсирует излишний рост экспорта; падающий из-за сокращения экспорта доход приводит к снижению импорта.
- Во-вторых, увеличение экспорта приводит к улучшению сальдо торгового баланса, но на величину меньшую, чем увеличивается экспорт. Это происходит в силу того, что возросшие из-за роста экспорта доходы обусловливают увеличение спроса на импортные товары и, как следствие, рост импорта, который компенсирует часть улучшения торгового баланса. Степень, на которую рост экспорта компенсирует рост импорта, зависит от предельной склонности страны к импорту. Чем больше рост экспорта и чем меньше предельная склонность к импорту, тем быстрее улучшается торговый баланс.
- В-третьих, для того чтобы малая открытая экономика находилась в условиях равновесия, совершенно необязательно, чтобы инвестиции равнялись сбережениям, а экспорт – импорту. Превышение внутренних инвестиций над внутренними сбережениями может финансироваться за счет притока капитала из-за рубежа и, напротив, превышение внутренних сбережений над инвестициями может служить источником финансирования других стран мира.
- В-четвертых, кейнсианская модель малой открытой экономики может использоваться в практических целях примерного расчета числовых параметров нужного изменения базовых макроэкономических показателей (сбережений, потребления, дохода, инвестиций) для достиже-

Пример 9.3. **Корректировка в малой открытой экономике**

Допустим, что у страны существует дефицит торгового баланса в размере 30 единиц, и правительство считает необходимым его ликвидировать, чтобы уменьшить давление на внутренние сбережения, за счет которых он финансируется. Первый способ – сократить импорт на эту величину. Если за предыдущие несколько лет рост ВНП страны на 100 единиц приводил к росту импорта на 15, то очевидно, что предельная склонность страны к импорту составляет 15 / 100 = 0,15. Для достижения сбалансированности торгового баланса необходимо снизить импорт на 30, что можно сделать за счет сокращения ВНП на 30 / 0,15 = 200.

Исправить дефицит путем простого увеличения экспорта на 30 единиц не удастся, поскольку при мультипликаторе открытой экономики в $k' = 2{,}5$ такой рост экспорта приведет к росту доходов на $30 \times 2{,}5 = 75$. Этот прирост доходов индуцирует рост импорта на $75 \times 0{,}15 = 11{,}25$. В результате торговый баланс улучшится только на $30 - 11{,}25 = 18{,}75$. Этого недостаточно для достижения нулевого сальдо.

Если считать инвестиции постоянными, то дефицит может финансироваться только за счет прироста внутренних сбережений на 30. На исторических данных можно вычислить предельную склонность к сбережениям – либо напрямую, либо через предельную склонность к потреблению. Если в результате увеличения в последние несколько лет ВНП страны на 1000 потребление возрастало на 750, то предельная склонность к потреблению составит 750 / 1000 = 0,75, откуда предельная склонность к сбережению составит 1 – 0,75 = 0,25. Следовательно, при существующей склонности к сбережениям прирост сбережений на 30 единиц может возникнуть в результате общего прироста дохода на 30 / 0,25 = 120.

Мультипликатор малой открытой экономики равен 1 / 0,25 +0,15 = 2,5. Тем самым для обеспечения прироста дохода на 120 прирост экспорта должен составить 120 / 2,5 = 48. В результате такого прироста экспорта сальдо торгового баланса будет приведено к нулю, поскольку индуцированный ростом доходов прирост импорта будет равен только $0{,}15 \times 120 = 18$. Таким образом, прирост торгового баланса составит 48 – 18 = +30, что позволит полностью покрыть его отрицательное сальдо (–30), существовавшее изначально.

ния поставленных целей экономической политики, например, сокращения отрицательного сальдо торгового баланса).

Таким образом, в малой открытой экономике дополнительные расходы на производство экспортных товаров мультиплицируются на величину обратную сумме предельной склонности к сбережениям и предельной склонности к импорту. Дополнительные расходы на производство экспортных товаров приводят к большему росту производства и дохода, по сравнению с величиной первоначального увеличения расходов, но несколько меньшему, чем в закрытой экономике поскольку часть доходов расходуется на импорт.

Большая открытая экономика

Большая экономика отличается от малой тем, что любые происходящие в ней изменения в уровне инвестиций и государственных расходов оказывают воздействие на страны, являющиеся ее экономическими партнерами. В случае закрытой экономики рост внутренних инвестиций приводит к росту доходов на величину мультипликатора, и процесс макроэкономической корректировки на этом заканчивается. В малой открытой экономике рост экспорта приводит к росту доходов на величину мультипликатора открытой экономики и росту импорта на величину предельной склонности к импорту,

и процесс макроэкономической корректировки на этом также заканчивается. Однако нельзя не видеть, что, если экономика достаточно велика, процесс макроэкономической корректировки будет продолжаться и затронет другие страны.

@ *Большая открытая экономика (large open economy)* – страна, которая ведет торговлю с остальным миром, и изменения в уровне дохода в которой оказывают влияния на ее импорт и остальные страны.

Предположим, что помимо большой страны 1 в мире есть только еще одна страна 2, являющаяся ее торговым партнером. Страну 2 можно рассматривать как агрегат всех других стран мира, с которыми данная большая страна 1 имеет торговые отношения. Как и в малой экономике, в большой открытой экономике автономный рост внутренних инвестиций I_1 или государственных расходов приведет к росту дохода Y_1, который индуцирует дополнительный импорт M_1. Однако рост импорта в страну 1 означает эквивалентный рост экспорта X_2 страны 2. Если у страны 2 растет экспорт, значит, увеличивается ее доход Y_2. Возросший доход страны 2 индуцирует ее импорт M_2, который является экспортом X_1 страны 1, и тоже возрастает. С этого момента цикл повторяется: возросший экспорт ведет к росту дохода страны 1, который индуцирует рост импорта, являющегося экспортом страны 2, что ведет к росту дохода страны 2, росту ее импорта, который является экспортом страны 1, и т.д.

Круговорот повторяется каждый раз с меньшим объемом первоначальных инъекций средств в систему, поскольку часть средств системы расходуется на сбережения и не инвестируется снова. Средства, потраченные на импорт, уже не считаются, как в случае малой страны, утечкой для большой страны, поскольку они, увеличивая доход торгового партнера, индуцируют дальнейший рост его закупок экспортной продукции большой страны.

Процесс макроэкономической корректировки в большой открытой экономике также основан на мультипликации первоначальных автономных от дохода вложений. В зависимости от того, в какой стране – большой стране 1 или в стране 2, ее торговом партнере, – они происходят, и от того, каков источник этих инъекций – рост инвестиций или рост экспорта, – формула мультипликатора будет разной. В простейшем случае – случае автономного роста инвестиций в стране 1 – формула мультипликатора выводится следующим образом (табл. 9.1).

1. Поскольку экономика находится в равновесии, когда инвестиции равны сбережениям, а экспорт – импорту, то она останется в равновесии, если прирост вложений средств в экономику (прирост инвестиций и экспорта) в стране 1 и стране 2 будет равен утечке средств из экономики (приросту сбережений и импорта).

2. Из формул предельной склонности к сбережению (2) можно определить, соответственно, прирост сбережений для каждой из стран.

3. Из формул предельной склонности к импорту (3) можно выразить, соответственно, прирост импорта для каждой из стран.

4. Поскольку экспорт страны 1 представляет собой импорт страны 2 и, соответственно, экспорт страны 2 представляет собой импорт страны 1, то очевидно, что изменение экспорта страны 1 равно изменению импорта страны 2, и наоборот.

5. Значения изменения сбережений, импорта и экспорта из уравнений (2–4) подставляются в уравнение (1) для обеих стран.

6. Простейший внутренний шок для экономических систем двух взаимозависимых стран, находящихся в состоянии экономического равновесия, заключается в том, что внутренние инвестиции в стране 1 возрастают, тогда как во второй остаются неизменными. Их изменение приравнивается нулю, и это слагаемое опускается из дальнейших преобразований.

Таблица 9.1. **Мультипликатор в большой открытой экономике**

		Страна 1	Страна 2
1	Начальное равновесие	$\Delta I_1 + \Delta X_1 = \Delta S_1 + \Delta M_1$	$\Delta I_2 + \Delta X_2 = \Delta S_2 + \Delta M_2$
2	Предельная склонность к сбережению	$s_1 = \frac{\Delta S_1}{\Delta Y_1} \Rightarrow \Delta S_1 = s_1 \Delta Y_1$	$s_2 = \frac{\Delta S_2}{\Delta Y_2} \Rightarrow \Delta S_2 = s_2 \Delta Y_2$
3	Предельная склонность к импорту	$im_1 = \frac{\Delta M_1}{\Delta Y_1} \Rightarrow \Delta M_1 = im_1 \Delta Y_1$	$im_2 = \frac{\Delta M_2}{\Delta Y_2} \Rightarrow \Delta M_2 = im_2 \Delta Y_2$
4	Равенство изменений экспорта страны 1 к изменениям в импорте страны 2	$\Delta X_1 = \Delta M_2 = im_2 \Delta Y_2$	$\Delta X_2 = \Delta M_1 = im_1 \Delta Y_1$
5	1 + 4 = 2 + 3	$\Delta I_1 + im_2 \Delta Y_2 = s_1 \Delta Y_1 + im_1 \Delta Y_1$	$\Delta I_2 + im_1 \Delta Y_1 = s_2 \Delta Y_2 + im_2 \Delta Y_2$
6	Рост инвестиций в большой стране 1	$\Delta I_1 > 0$	$\Delta I_2 = 0$
7	Рост дохода в стране 2		$im_1 \Delta Y_1 = s_2 \Delta Y_2 + im_2 \Delta Y_2 = = \Delta Y_2 (s_2 + im_2) \Rightarrow \Delta Y_2 = \frac{im_1 \Delta Y_1}{(s_2 + im_2)}$
8	= 5 + 7	$\Delta I_1 + im_2 \frac{im_1 \Delta Y_1}{(s_2 + im_2)} = s_1 \Delta Y_1 + im_1 \Delta Y_1$	
9	Мультипликатор инвестиций	$\frac{\Delta Y_1}{\Delta I_1} = \frac{s_2 + im_2}{(s_1 s_2 + im_1 s_2 + im_1 s_1)} \Rightarrow$ $k'' = \frac{\Delta Y_1}{\Delta I_1} = \frac{1 + \frac{im_2}{s_2}}{s_1 + im_1 + \frac{im_2 s_1}{s_2}}$	

7. Из упрощенной тем самым формулы 5 находим изменение дохода страны 2.

8. Это значение подставляется в формулу 5 для страны 1.

9. Из последней путем преобразований находится отношение изменения дохода к изменению инвестиций, которое, по определению, называется мультипликатором большой открытой экономики.

@ *Мультипликатор большой открытой экономики (large open economy multiplier, k'')* – коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода ΔY большой страны при изменении ее автономных расходов.

Аналогичным образом можно получить формулу мультипликатора для страны 1 при автономном росте экспорта в стране 1, приняв изменение экспорта в стране 2 за ноль, а также мультипликатор для страны 1 в результате автономного роста инвестиций или экспорта

в стране 2. Наиболее употребительные формулы мультипликаторов следующие.

- Мультипликатор роста доходов в большой открытой экономике в результате автономного роста ее инвестиций

$$k'' = \frac{\Delta Y_1}{\Delta I_1} = \frac{1 + \dfrac{im_2}{s_2}}{s_1 + im_1 + \dfrac{im_2 s_1}{s_2}}.$$

- Мультипликатор роста доходов в большой открытой экономике в результате автономного роста ее экспорта

$$k''' = \frac{\Delta Y_1}{\Delta X_1} = \frac{1}{s_1 + im_1 + \dfrac{im_2 s_1}{s_2}}.$$

- Мультипликатор роста доходов в большой открытой экономике в результате автономного роста инвестиций в стране – торговом партнере

$$k'''' = \frac{\Delta Y_1}{\Delta I_2} = \frac{\dfrac{im_2}{s_2}}{s_1 + im_1 + \dfrac{im_2 s_1}{s_2}}.$$

Нетрудно видеть, что каждый из этих мультипликаторов в условиях отсутствия импорта у обеих стран, т.е. при $im_1 = im_2 = 0$, превращается в обычный мультипликатор малой открытой экономики, а последний вообще не существует.

Тем самым в зависимости от того, какой именно экономический шок испытывает находящаяся в равновесии отрытая экономика, воздействие этого шока на уровень доходов будет различным в силу различий мультипликаторов. Если привести все рассмотренные выше мультипликаторы в систему, то взаимоотношение между их размерами будет следующим

$$k > k'' > k' > k''' > k''''.$$

- Мультипликатор закрытой экономики k – самый большой по размеру, поскольку в закрытой экономике отсутствует утечка расходов на импорт.

- Мультипликатор инвестиций большой открытой экономики k'' меньше мультипликатора закрытой экономики, поскольку часть средств утекает на оплату импорта.

- Мультипликатор малой открытой экономики k' меньше мультипликатора инвестиций большой открытой экономики, поскольку часть средств, потраченных большой страной на импорт, возвращается в виде растущей оплаты ее увеличивающегося экспорта.

- Мультипликатор экспорта k''' большой открытой экономики меньше мультипликатора малой открытой экономики, поскольку импорт из страны 1 замещает часть внутреннего производства в стране 2, что усиливает утечку средств из ее экономики, индуцирует падение ее импорта, которое компенсирует часть начального роста импорта.

- Мультипликатор большой открытой экономики вследствие роста инвестиций в стране – торговом партнере k'''' меньше всех остальных мультипликаторов, поскольку показывает обратное воздействие процесса мультипликации в малой стране на большую страну.

Так как знаменатели мультипликаторов экспорта большой открытой экономики k''' и инвестиции в стране-партнере k'''' одинаковы, очевидно, что их сложение дает мультипликатор инвестиций k''.

$$k''' + k'''' = k''.$$

Заметим, однако, что мультипликаторы, хотя и показывают величину изменения дохода в результате того или иного экономического шока, сами по себе не дают однозначного ответа на вопрос, как отразится этот шок на состоянии торгового баланса страны. Как мы видели, рост экспорта неминуемо индуцирует рост импорта, который при неблагоприятном со-

Пример 9.4. **Доходы и расходы в большой открытой экономике**

Продолжая предыдущий пример, допустим, что предельная склонность к сбережению в стране 1,как и прежде, составляет 0,25, а к импорту 0,15. Пусть для страны 2 эти же показатели равняются, соответственно, 0,2 и 0,1. Тогда мультипликатор роста дохода в результате увеличения инвестиций составит (1 + 0,10 / 0,20) / (0,25 + 0,15 + + 0,10 × 0,25 / 0,20) = 2,9. Значит, увеличение на 200 инвестиций в стране 1 приведет в результате ее взаимодействия со страной 2 через механизм мультипликаций к росту ее дохода на 200 × 2,86 = 572. Заметим, что мультипликатор роста доходов в большой открытой экономике в результате автономного увеличения инвестиций больше, чем в малой открытой экономике, но меньше, чем в закрытой экономике (2,5 < 2,9 < 4).

Исходя из тех же данных, мультипликатор роста доходов в результате автономного увеличения экспорта большой открытой экономики составит 1 / (0,25 + 0,15 + 0,10 × × 0,25 // 0,20) = 1,90. Значит, автономный рост экспорта страны 1 на 200 единиц через механизм мультипликационного взаимодействия со страной 2 приведет к росту дохода страны 1 только на 200 × 1,90 = 380. Заметим, что мультипликатор роста дохода в большой открытой экономике в результате автономного роста экспорта меньше, чем мультипликатор малой открытой экономики (1,90 < 2,5 < 2,9 < 4).

Наконец, базируясь на тех же данных, мультипликатор роста доходов большой страны 1 в результате автономного роста инвестиций в стране 2 составит (0,10 / 0,20) / (0,25 + 0,15 ++ 0,10 × 0,25 / 0,20) = 1, т.е. рост инвестиций за рубежом на некоторую величину приведет примерно к такому же росту дохода в большой стране. Этот мультипликатор еще меньше (1 < 1,90 < 2,5 < 2,9 < 4). Более того, сумма данного мультипликатора с мультипликатором роста доходов в результате автономного роста экспорта дает первый в данном примере мультипликатор роста доходов в результате роста инвестиций (1 + 1,9 = 2,9).

отношении остальных параметров может превысить рост экспорта и ухудшить торговый баланс.

Важен источник шока, который выведет экономическую систему из равновесия. Если это – увеличение внутренних инвестиций, то торговый баланс скорее всего ухудшится. Если это – рост внешнего спроса на экспортную продукцию страны, торговый баланс, вероятнее всего, улучшится. Если это – расширение внутреннего производства, торговый баланс также скорее всего улучшится. Количественный анализ этих, так же как и многих других, возможных экономических шоков, выводящих экономику из равновесия и отражающихся на уровне доходов, осуществляется в рамках макроэкономических моделей экономики страны в целом или ее отдельных секторов.

Важнейшее практическое значение кейнсианской модели заключается в том, что она позволяет частично объяснить распространение волны экономического роста, исходящей от крупнейших стран, в международной экономике. Экономический рост в ведущих индустриальных странах неизбежно приводит к росту их спроса на импорт, в результате чего растут экспорт и доходы других стран мира. Экономический кризис, падение производства, рецессия в развитых странах неизбежно снижают их спрос на импорт, в результате чего падает экспорт других стран и, соответственно, их доходы. Поэтому мировым сообществом признано, что крупнейшие страны несут основную ответственность за здоровье международной экономики и их экономическая политика подвергается непрерывному и глубокому анализу.

Таким образом, простейшая модель открытой экономики основывается на разработанной Дж. Кейнсом базовой мо-

дели доходов и расходов. В малой открытой экономике, изменения спроса в которой не оказывают влияния на другие страны, мультипликатор показывает изменение в уровне дохода в результате роста экспорта. Рост экспорта приводит к росту доходов, что, в свою очередь, индуцирует рост импорта. Рост импорта является утечкой средств из экономики и частично сокращает доход, полученный в результате начального роста экспорта. В большой открытой экономике любой внутренний шок через механизм мультипликации отражается на других странах мира. Так, рост расходов в большой стране увеличивает ее импорт, который является экспортом других стран. В результате роста их экспорта доход других стран увеличивается. Их возросший доход индуцирует дополнительный импорт, который, в свою очередь, является экспортом большой страны. В результате импульс экономического роста или влияние кризиса в большой стране распространяется от нее к малым странам

Внутренний и внешний баланс (модель IS-LM-BP)

Изложенная выше одна из наиболее распространенных интерпретаций кейнсианской модели доходов и расходов применительно к открытой экономике еще при жизни Кейнса была дополнена всевозможными расширениями. Большинство таких моделей оказались не более чем малоудачными иллюстрациями отдельных сторон кейнсианства, но другие рассматриваются сегодня как самостоятельные инструменты, объясняющие функционирование открытой экономики. Одна из них – *IS-LM-BP* модель.

В основе модели лежат идеи, высказанные в 1937–1944 гг. английским экономистом Дж. Хиксом и американским экономистом Э. Хансеном и развитые впоследствии применительно к международной экономике (*биографическая справка 9.2* и *коротко о неизвестном*)

Если в общей экономической теории рассматривается упрощенная *IS-LM* модель, состоящая только из двух кривых, определяющих внутреннее равновесие, то в международной экономике *IS-LM-BP* модель состоит, соответственно, из трех кривых, дополняющих и внутреннее равновесие, и внешнее.

@ *IS-LM-BP модель (IS-LM-BP model)* – кейнсианская модель открытой экономики, показывающая такое соотношение уровня реального дохода и реальной процентной ставки, при котором обеспечивается одновременное равновесие в трех секторах – реальном, денежном и внешнем.

Равновесие может достигаться путем самостоятельного или одновременного использования инструментов государственной экономической политики – бюджетных расходов, регулирования денежной массы и валютного курса. Модель показывает способы установления макроэкономического равновесия:

- в реальном секторе, когда отток (*leakage*) средств из экономики в виде сбережений (*S*) и расходов на импорт (*M*) равны инъекциям (*injections*) средств в экономику в виде инвестиций (*I*) и доходов от экспорта (*X*). Равновесие реального сектора показывается с помощью *IS* кривой (*I – investments*, инвестиции; *S – savings*, сбережения);
- в монетарном секторе, когда спрос на деньги в транзакционных и спекулятивных целях (M^d) равняется их предложению (M^s). Равновесие денежного сектора показывается с помощью *LM* кривой (*L – liquidity*, ликвидность; *M – money*, деньги);
- во внешнем секторе, когда дефицит текущего баланса (который полагается равным торговому балансу,

Биографическая вставка 9.2

Джон Хикс (John Hicks), 1904–1989

Крупнейший английский экономист. Окончил Оксфордский университет в 1926 г. До 1935 г. преподавал в Лондонской школе экономики, в 1935–1946 гг. – в Манчестерском университете, а позже, до ухода на пенсию, в Оксфордском университете. В 1942 г. стал членом Британской академии, в 1964 г. был посвящен в рыцарское звание и в 1972 г. совместно с К. Арроу получил Нобелевскую премию по экономике. Его жена – ирландка, урожденная Урсула Уэбб – была также крупным экономистом, специалистом в области государственных финансов. В его главном труде «Value and Capital» («Стоимость и капитал»), опубликованном в 1939 г., развивается теория стабильности общего равновесия в условиях внешних шоков. В 1937 г., т.е. буквально на следующий год после выхода в свет «Общей теории» Кейнса, Хикс опубликовал ставшую классической статью «Mr. Keynes and the Classics» («Г-н Кейнс и классики»), в которой для объяснения кейнсианской теории предложил использовать аппарат *IS-LM* кривых, превратившийся в эффективный инструмент экономической науки. Будучи экономистом выдающейся эрудиции, Хикс занимался самыми различными отраслями экономики – от истории экономических учений до теории торговых циклов – и в большинстве случаев весьма удачно.

Основные труды: The Theory of Wages, 1932; A Suggestion for Simplifying the Theory of Money, 1935; Value and Capital, 1939; The Social Framework, 1942; A Contribution to the Theory of the Trade Cycle, 1950; A Revision of Demand Theory, 1956; Essays on World Economics, 1959; Capital and Growth, 1965; Critical Essays in Monetary Theory, 1967; Economic Perspectives, 1977; Causality in Economics, 1979; Collected Essays on Economic Theory, 1981–1983.

Сайт: www.nobelprize.org

Элвин Хансен (Alvin Hansen, 1887–1975)

Известный американский экономист, родился в Выборге, небольшом городке в далекой американской провинции штата Южная Дакота, где, как он вспоминал, здание школы состояло из одной комнаты. Закончил Университет Висконсина в 1914 г. и защитил диссертацию по экономике в 1921 г. Затем на протяжении почти двух десятилетий преподавал в Университете Миннесоты. Его переход в Гарвардский университет совпал с выходом в свет «Общей теории» Кейнса. Под его руководством семинар по вопросам фискальной политики, проводимый университетом, превратился в лидирующую в США школу подготовки экономистов кейнсианского направления. В 1944 г. в одной из работ он предложил добавить к знаменитой *IS-LM* диаграмме уравнение спроса и предложения на рынке труда. Хансен был одним из участников Бреттон-Вудской конференции в 1944 г., разработавшей послевоенное финансово-эконо-

Окончание биографической вставки 9.2

мическое устройство мира, экономическим советником Федеральной резервной системы, одним из вдохновителей создания Группы экономических советников президента США.

Основные труды: Cycles of Prosperity and Depression in the United States, Great Britain and Germany, 1921; Business Cycle Theory, 1927; Principles of Economics, 1928; Fiscal Policy and Business Cycle, 1941; Business Cycle and National Income, 1951; A Guide to Keynes, 1953.

Сайт: www.economyprofessor.com

Коротко о неизвестном

Из истории *IS-LM-BP* кривых

В 1936 г. Дж. Кейнс издал свою «Общую теорию». В среде экономистов интеллектуалов воцарилось недоумение: произведение, безусловно гениальное, но написано слишком путанно и сложно. И дело даже не в том, что Кейнс оперировал понятиями и совокупного спроса и предложения, функциями инвестиций и сбережений для страны в целом, тогда как до него экономисты сосредоточивались в основном на рынке конкретного товара. Рагнар Фриш (Ragnar Frisch) за три года до этого уже ввел понятия макроэкономики, определив ее как всю экономическую систему в единстве, в отличие от микроэкономики, которая фокусируется на индивидуальном поведении[1]. Проблема заключалась скорее в том, как применить теорию Кейнса в целях макроэкономической политики. Для этого, как минимум, ее надо было перевести на язык, понятный тем, кто проводит эту политику.

Практически сразу же появилось несколько математических и графических интерпретаций того, что имел в виду Кейнс. Но одна оказалась наиболее элегантной. Джон Хикс представил ее в виде трех уравнений и одной диаграммы[2]. Но именно диаграмма Хикса дала толчок дальнейшему развитию *IS-LM-BP* модели.

Отложив по горизонтальной оси доход (I), а по вертикальной ставку процента (i), Хикс установил две простые взаимосвязи: кривую *IS*, которая отражает соотношение дохода и процента, обеспечивающее равенство сбережений и инвестиций, и кривую *LL*, показывающую такое соотношение дохода и процента, при котором спрос на деньги равен их предложению.

В 1949 г. Элвин Хансен издал книгу «Денежная теория и финансовая политика»[3], в которой содержалась диаграмма Хикса, но по непонятным причинам кривая *LL* была переименована в кривую *LM*. Экономическая интерпретация привых осталась неизменной, но, начиная с книги Хансена, модель стала называться *IS-LM* моделью.

---

[1] Frisch R. Propagation Problems and Impulse Problems in Dynamic Economics, L.: Allen & Unwin, 1933.

[2] Hicks J.R. Mr. Keynes and the «Classics»; A Suggested Interpretation. Econometrica. 1937. Vol. 5. No. 2. (Apr). P. 147–159.

[3] Hansen Alvin H. Monetary Theory and Fiscal Policy Monetary Theory and Fiscal Policy. New York: Mcgraw Hill, 1949. P. 79.

Кортоко о неизвестном. Окончание

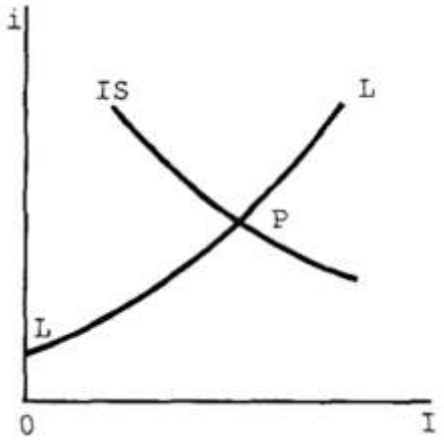


Рис. 1

Первое графическое представление модели *IS-LM* Дж. Хиксом

Наконец, в 1961 г. Роберт Манделл (Robert Mundell) добавил к диаграмме третью кривую – *BP*[1]. Манделл изначально переименовал все кривые. Геометрическое место точек на графике взаимосвязи денежного дохода (*y*) и процента (*r*), при котором достигается баланс на рынке товаров, он назвал *XX*, баланс на денежном рынке – *LL*, и баланс на рынке иностранной валюты – *FF*. Но буквально через год Маркус Флеминг (Marcus Fleming)[2] восстановил прежние обозначения кривых. Модель, представленную кривыми *IS-LM-BP* в пространстве дохода и процента, назвали моделью Манделла – Флеминга. По свидетельству самого Манделла, впервые использовал это название Рудигер Дорнбуш (Rudiger Dornbusch) в конце 1960-х гг. Оказавшись простой для понимания и применимой к практическим задачам макроэкономической политики, модель Манделла – Флеминга и ее графическое представление в виде пересечения *IS-LM-BP* кривых вскоре попала во все учебники.

[2] Mundell R. The International Disequilibrium System. Kyklos, 1961. Vol. 14. No. 2. P. 154–72.

[3] Fleming J. Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. IMF Staff Papers 9 (1962). P. 369–379.

поскольку чистые переводы и чистый доход равны нулю) *X-IM* покрывается чистым притоком капитала из-за рубежа (*FI*).

Равновесие внешнего сектора показывается с помощью *BP* кривой (*balance of payments*, платежный баланс). Исходя из кейнсианских постулатов, в условиях фиксированного валютного курса все параметры, показывающие отток средств из экономики, считаются эндогенными, зависящими от уровня дохода, – *S*(*Y*) и *IM*(*Y*); все параметры, показывающие вложение средств в экономику, – экзогенными, т.е. не зависящими от уровня доходов, – *I* и *X*. При плавающем валютном курсе импорт и экспорт также зависят и от валютного курса *IM*(*Y*,*E*) и *X*(*E*). Предложение денег считается неизменным и полностью контролируется государством.

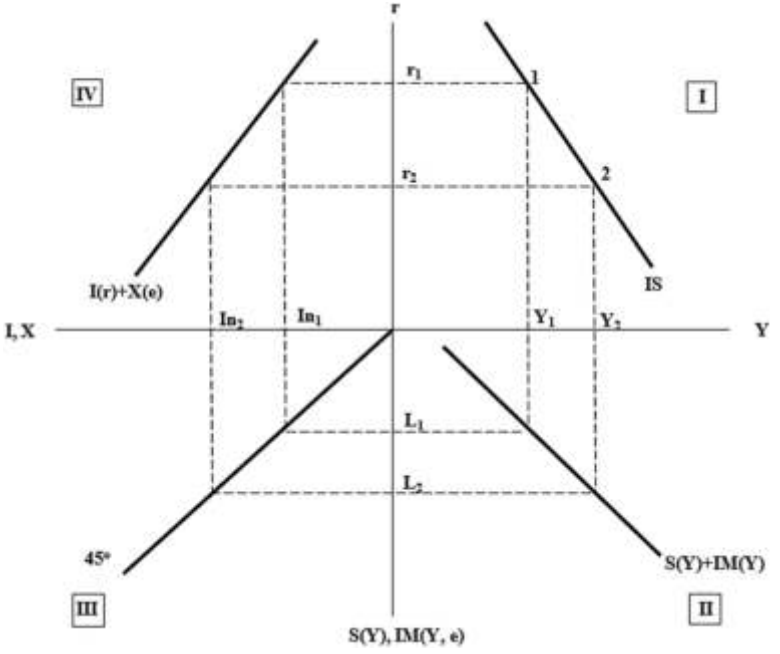
@ *Кривая IS (Investment = Saving curve, IS curve)* – показывает возможные комбинации уровня реального дохода и реальной процентной ставки, при которых реальный сектор находится в равновесии.

Для построения кривой *IS* графическое поле необходимо разделить на четыре квадранта (рис. 9.10):

- квадрант I показывает возможные комбинации уровня дохода (Y) и процентной ставки (r), при которых реальный сектор находится в равновесии;
- квадрант II показывает прямую зависимость между уровнем дохода (Y) и оттоком средств из экономики: чем выше доходы, тем больше средств сберегается $S(Y)$ и расходуется на импорт $IM(Y)$;
- квадрант III показывает, что для достижения равновесия отток средств должен быть равен вложению средств в виде инвестиций и доходов от экспорта. График является биссектрисой угла;
- квадрант IV показывает взаимосвязь всех вложений средств в экономику с уровнем процентной ставки, при этом уровень инвестиций $I(r)$ находится в обратной зависимости от уровня процентной ставки: чем выше процент, тем ниже инвестиции, – а экспорт X полагается экзогенным.

При уровне дохода Y_1 объем оттока средств составит L_1, который равен вложениям In_1, что возможно только при уровне процентной ставки r_1. В результате определяется точка 1 в квадранте I. При уровне дохода Y_2 объем оттока средств составит L_2, который равен вложениям In_2, что возможно только при уровне процентной ставки r_2. В результате определяется точка 2 в квадранте I. Соединяя точки 1 и 2, получаем кривую *IS*, показывающую условие равновесия в реальном секторе. Обозначив I – инвестиции; X –

Рис. 9.10. **Построение кривой *IS***



экспорт; e – валютный курс; G – государственные расходы; S – сбережения; IM – импорт; r – процентная ставка; знак «+» – прямая функциональная зависимость; знак «–» – обратная функциональная зависимость, кривую IS может считать графическим отображением следующего условия равновесия на рынке товаров и услуг:

$$\overset{-}{I}(r) + \overset{+}{X}(e) + \overset{+}{G} = \overset{+}{S}(Y) + \overset{+-}{IM}(Y, e).$$

Кривая IS имеет отрицательный наклон. Это хорошо видно, если соединить на одной диаграмме графики инвестиций и расходов (рис. 9.11).

Читать эту диаграмму надо в последовательности нумерации графиков в соответствии с логическим законом транзитивности (если из A следует B и из B следует C, то из A следует C):

1) Инвестиции: снижение реального процента приводит к тому, что кредит становится доступней, и инвестиции растут.
2) Расходы: рост инвестиций означает увеличение совокупных расходов, что приводит к росту производства и дохода.
3) Рынок товаров и услуг: следовательно, снижение реального процента приводит к росту дохода.

@ *Кривая LM (Liquidity preference = = Money supply curve, LM curve)* – показывает возможные комбинации уровня реального дохода и реальной процентной ставки, при которых спрос на деньги равен предложению денег, т.е. денежный сектор находится в равновесии.

Для построения кривой LM графическое поле также разделяется на четыре квадранта (рис. 9.12).

- квадрант I показывает возможные комбинации уровня реального дохода (Y) и реальной процентной ставки (r), при которых денежный сектор находится в равновесии;
- квадрант II показывает прямую зависимость между уровнем дохода (Y) и спросом на деньги в транзакционных целях $M_T^d(Y, e)$, который считается зависящим от уровня доходов и валютного курса;
- квадрант III показывает соотношение между спросом на деньги в транзакционных целях – *transaction money demand*, $M_T^d(Y, e)$ – и в спекулятивных целях (в целях поддержания ликвидной позиции – *speculative, liquidity money demand*, $M_L^d(r)$, который зависит от реальной процентной ставки;
- квадрант IV показывает обратную взаимосвязь между спекулятивным спросом (спросом в целях ликвидности) на деньги $M_L^d(r)$ и реальной процентной ставкой r: чем выше процент, тем ниже спекулятивный спрос на деньги, поскольку экономическим агентам нужно меньше денег для спекуляций на фондовом рынке, если они могут получать высокий гарантированный процент в банке.

При уровне дохода Y_1 фиксированное государством предложение денег используется в транзакционных целях в размере T_1 и в спекулятивных целях в размере L_1. Это возможно только при уровне реальной процентной ставки r_1. В результате определяется точка 1 в квадранте I. При более высоком уровне дохода Y_2 фиксированное государством предложение денег используется в транзакционных целях в размере T_2 и в спекулятивных целях в размере L_2. Это возможно только при уровне реальной процентной ставки r_2. В результате определяется точка 2 в квадранте I. Соединив точки 1 и 2, получаем кривую LM, показывающую условие равновесия в денежном секторе.

Если обозначить спрос на деньги в транзакционных $M_T^d(Y)$ и спекулятивных $M_L^d(r)$ целях и M^s – предложение де-

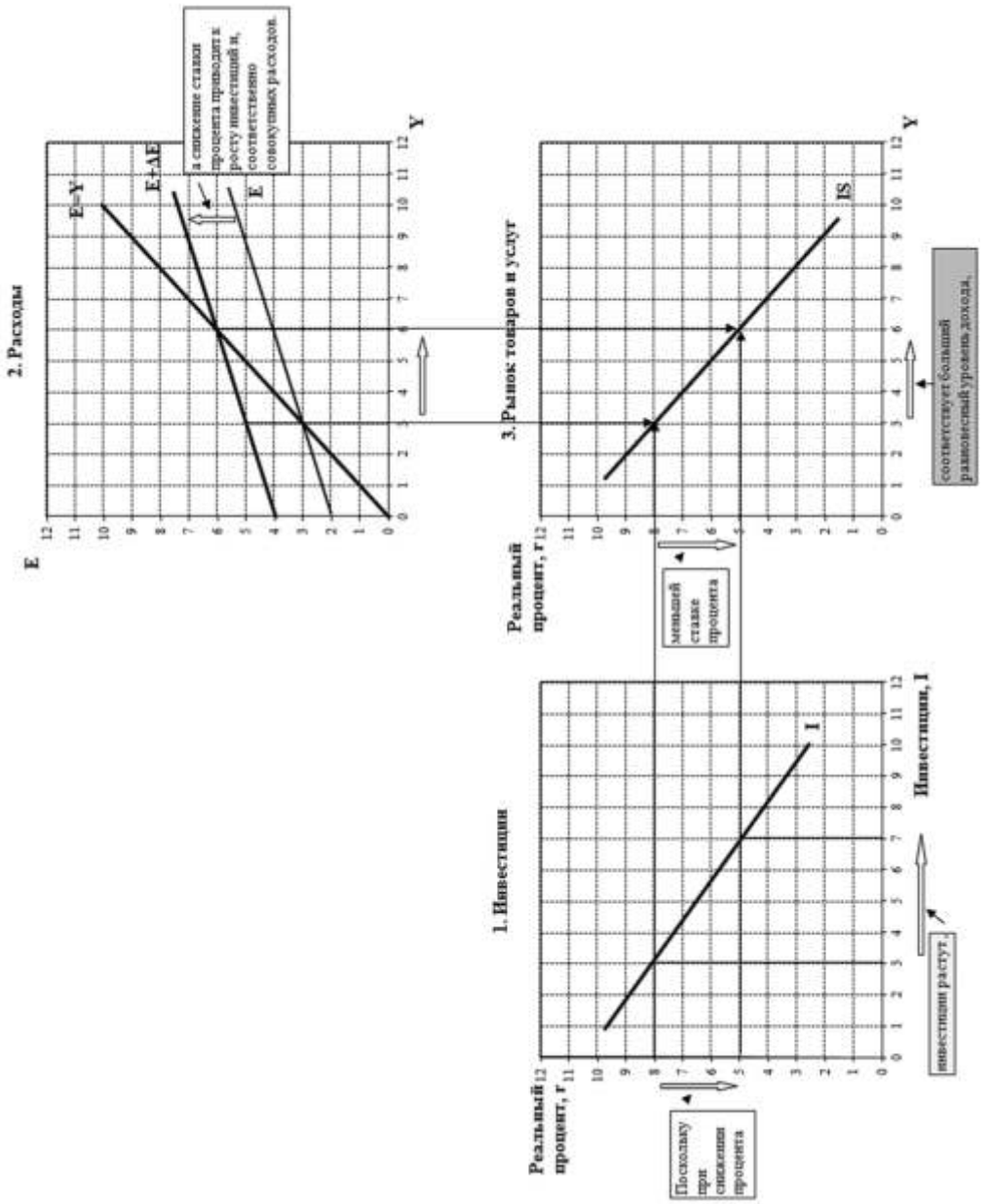
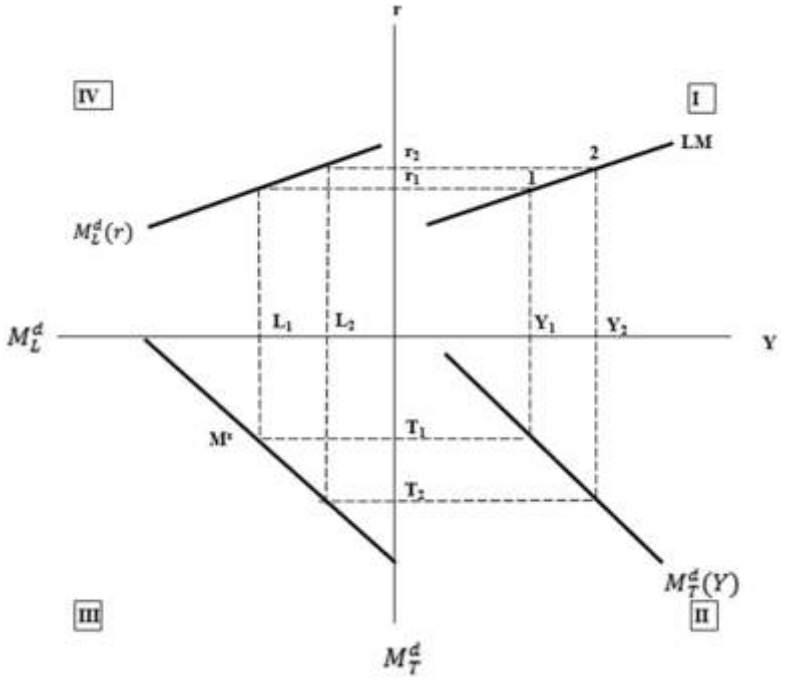


Рис. 9.11. **Рынок товаров и услуг – кривая *IS***

Рис. 9.12. **Построение кривой *LM***



нег (*money supply*), то кривая *LM* будет графическим отображением следующего условия равновесия на денежном рынке:

$$\overset{+}{M_T^d}(\overset{+}{Y}, e) + \overset{-}{M_L^d}(r) = M^s.$$

Кривая *LM* имеет положительный наклон. Это хорошо видно, если соединить на одной диаграмме графики равновесия денежного сектора и совокупных расходов (рис. 9.13).

Читать эту диаграмму надо также в последовательности нумерации графиков:

1) Равновесие на денежном рынке: предложение реальных денег фиксировано центральным банком, тогда как спрос на реальные деньги находится в обратной зависимости от уровня реальной процентной ставки.
2) Расходы: при росте расходов доход и производство растут, в результате чего растет спрос на деньги в транзакционных целях.
3) Рост спроса на деньги в условиях их фиксированного предложения приводит к росту реального процента.
4) Денежный рынок: рост дохода и производства приводит к росту спроса на деньги и реального процента.

@ *Кривая BP (BP curve)* – показывает возможные комбинации уровня дохода и процентной ставки, при которых платежный баланс находится в равновесии.

Платежный баланс при этом определяется упрощенно, как торговый баланс равный движению капитала. Для построения кривой *BP* графическое поле опять разделяется на четыре квадранта (рис. 9.14):

- квадрант I показывает возможные комбинации уровня дохода (*Y*) и процентной ставки (*r*), при которых платежный баланс находится в равновесии;
- квадрант II показывает прямую зависимость между уровнем дохода (*Y*)

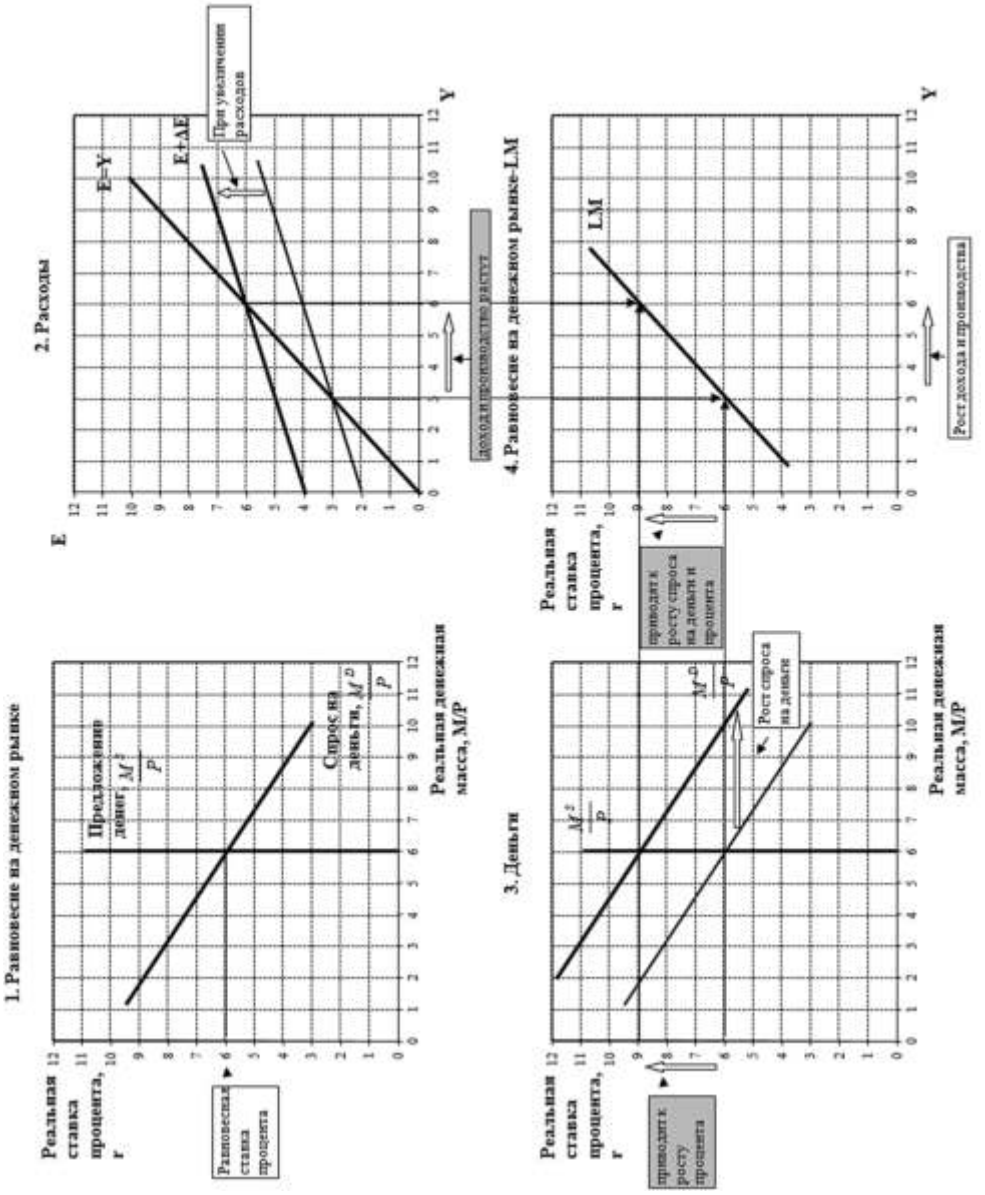


Рис. 9.13. Денежный рынок – кривая *LM*

и торговым балансом, в рамках которого импорт (IM) считается постоянной долей от уровня доходов, а экспорт – величиной, не зависимой от уровня доходов в экспортирующей стране и определяющейся спросом на ее экспорт в других странах;

- квадрант III показывает, что для поддержания равновесия платежного баланса дефицит торгового баланса должен покрываться чистым притоком иностранного капитала (FI);
- квадрант IV показывает прямую связь между притоком капитала и процентной ставкой: чем выше процент (r), тем больше приток капитала (FI).

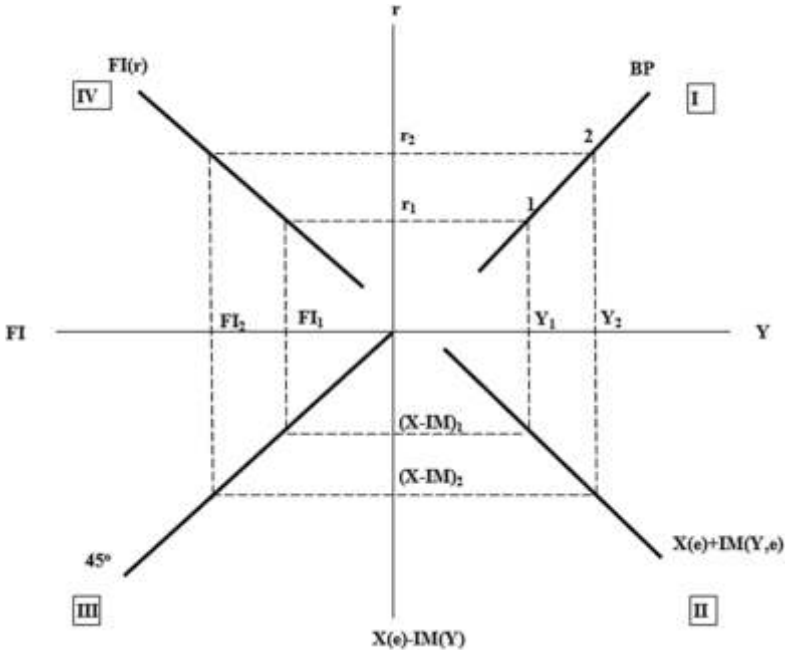
При уровне дохода Y_1 и независимом от него уровне экспорта торговый баланс отрицателен и составляет $(X - IM)_1$, который покрывается чистым притоком капитала в размере FI_1, что возможно только при реальной процентной ставке r_1.В результате определяется точка 1 в квадранте I. При уровне дохода Y_2 отрицательное сальдо торгового баланса возрастает и составляет $(X - IM)_2$, который покрывается чистым притоком капитала в размере FI_2 , что возможно только при более высоком уровне процента r_2 . В результате определяется точка 2 в квадранте I. Соединив точки 1 и 2, получаем BP кривую, показывающую условие равновесия платежного баланса.

Обозначив $(X - IM)$ как торговый баланс, т.е. экспорт минус импорт (*exports-imports*); FI – чистые краткосрочные иностранные инвестиции (*foreign investments*), можно считать, что все остальные потоки в платежном балансе отсутствуют. Тогдакривая BP является графическим отражением следующего условия равновесия на внешнем рынке:

$$\overset{+}{X}(e) - \overset{+\,-}{IM}(Y, e) = \overset{+}{FI}(r).$$

Кривая BP имеет положительный наклон. Это хорошо видно, если соединить на одной диаграмме графики равновесия внешнего сектора и расходов (рис. 9.15).

Рис. 9.14. **Построение кривой *BP***



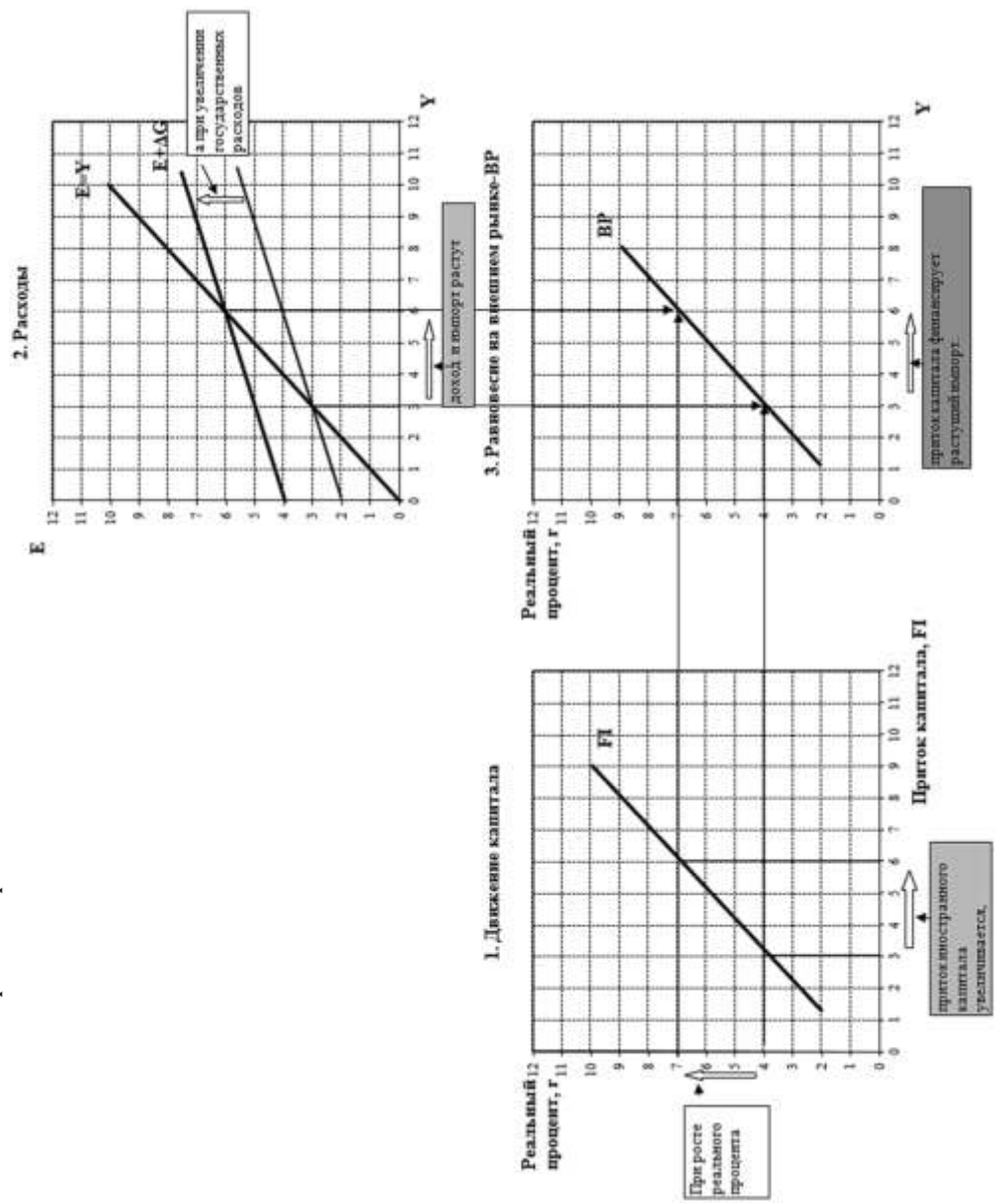


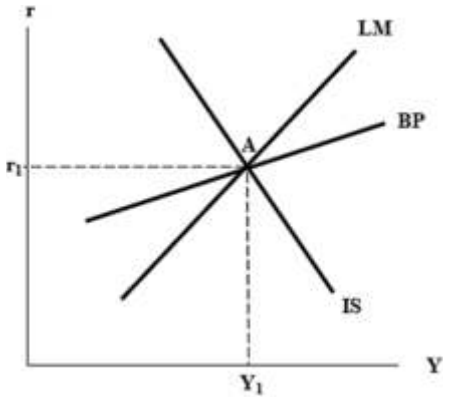
Рис. 9.15. **Внешний рынок – кривая *BP***

Читать эту диаграмму надо опять же в последовательности нумерации графиков:

1) Движение капитала: рост реального процента стимулирует приток капитала.
2) Расходы: приток капитала означает рост инвестиций и ведет к увеличению совокупных расходов, что приводит к росту дохода и импорта при неизменном экспорте.
3) Внешний рынок: рост реального процента приводит к росту дохода, но ухудшению торгового баланса. Для того, чтобы профинансировать растущий дефицит торгового баланса за счет притока капитала, реальный процент должен также увеличиваться.

Кривые *LM* и *BP* имеют положительный наклон, показывая прямую связь роста и процентной ставки, а кривая *IS* – отрицательный, свидетельствующий об обратной взаимосвязи. В каждом из уравнений для кривых *IS*, *LM* и *BP* переменная государственных расходов *G* встречается только в уравнении кривой *IS* и поэтому считается, что государственные расходы влияют только на рынок товаров и услуг. Переменная предложения денег M^s есть только в уравнении кривой *LM*, и поэтому изменение предложения денег влияет только на денежный сектор. Переменная валютного курса (*e*) присутствует во всех трех уравнениях и поэтому влияет на положение во всех трех секторах. Если считать государственные расходы и предложение денег переменными, которыми правительство может манипулировать по своему усмотрению, то, зная их, всегда можно определить значение уровня дохода (*Y*), процентной ставки (*r*) и валютного курса (*e*), при которых все три сектора находятся в равновесии. Графически это показывается кривыми *IS*, *LM*, *BP*, сведенными в одну диаграмму (рис. 9.16), которые характеризуют такое состояние

Рис. 9.16. **Равновесие в модели *IS-LM-BP***



открытой экономики, когда реальный, денежный и внешний секторы одновременно находятся в равновесии.

Такое равновесие достигается только в одной точке *A*, где все три кривые пересекаются. Разумеется, это идеальное состояние открытой экономики, которого никогда не бывает. Полное равновесие достигается в результате действия рыночных сил лишь в какой-то момент, затем снова баланс нарушается, что требует соответствующей корректировки.

Свойства кривых *IS, LM, BP*

Свойства кривой *IS*. В закрытой экономике кривая *IS* показывает геометрическое место точек на графике (*locus*), где сбережения равны инвестициям. В открытой экономике она определяет геометрическое место точек, где отток средств из реальной экономики (на сбережения, импорт и уплату налогов) равен притоку средств в экономику (от инвестиций, доходов от экспорта и государственных расходов). В любой точке слева от кривой *IS* в экономике возникает избыточный спрос на товары и услуги, поскольку приток средств в экономику превышает отток. В любой точке справа от кривой *IS* в экономике возникает избыточное предложение товаров и услуг, ведь отток средств превышает их приток. Кривая *IS* имеет

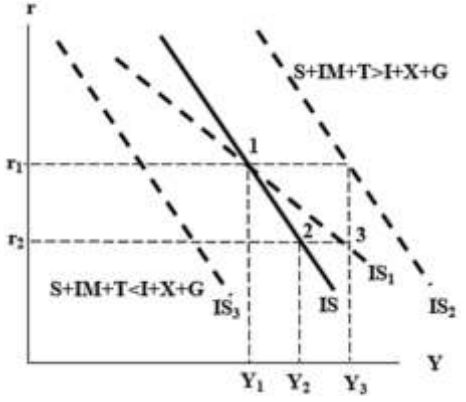
отрицательный наклон, т.к. при снижении реального процента капитал становится дешевле, и инвестиции растут, что приводит к росту ВВП и дохода, т.е. $r\downarrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$ (рис. 9.17).

Реальный сектор экономики может выйти из равновесия и временно оказаться слева от кривой *IS*, где сумма инвестиций, экспорта государственных расходов превышает сумму сбережений и импорта, или справа, где имеет место обратная ситуация. В обоих случаях разбалансированность будет временной, поскольку инвестиции в экономику не могут долгосрочно финансироваться при отсутствии достаточных сбережений и автоматически сократятся, приведя реальный сектор в равновесие вдоль изначальной кривой *IS*.

Для достижения стоящих перед ними целей правительство и частный сектор могут повлиять на реальный сектор экономики тремя основными способами:

- *Изменить уровень реального процента.* Процент, по которому можно заимствовать средства, критически важен для экономического роста, поскольку рост зависит от инвестиций. Инвестиции, в свою очередь, во многом зависят от уровня процента, под который можно занять деньги для инвестиций. Например, сокращение процента с r_1 до r_2 приведет к росту инвестиций и увеличению реального производства и дохода с Y_1 до Y_2. Это показывается движением вдоль кривой *IS* от точки 1 к точке 2. Рост процента произведет обратный экономический эффект. Положение и наклон кривой при этом не изменяются.

Рис. 9.17. **Свойства кривой *IS***



- *Изменить предельную склонность к сбережениям или предельную склонность к потреблению.* Это одно и те же, поскольку $MPS + MPC = 1$. Такие изменения приведут к изменению наклона кривой *IS* относительно оси доходов, поскольку *MPS* и *MPC* характеризуют наклон кривой сбережений и кривой расходов, соответственно, к оси доходов, из которых и выводится кривая *IS*. В целях стимулирования роста производства и дохода, правительство и частный сектор могут найти способы сократить предельную склонность к сбережению (например, снизив банковский процент или сократив предельную ставку налога), что увеличит предельную склонность к потреблению и стимулирует спрос со стороны правительства и частного сектора, что, в свою очередь, приведет к росту дохода. *IS* кривая станет более пологой относительно оси *Y*, займет положение, такое как IS_1, так что сокращение процента с r_1 до r_2 приведет к росту инвестиций и увеличению реального производства и дохода с Y_1 до Y_3. В целях ограничения перегрева экономики правительство и частный сектор могут найти способы увеличения предельной склонности к сбережению (например, посредством роста процента или предельной налоговой ставки), что сократит предельную склонность к потреблению и ослабит спрос со стороны правительства и частного сектора. Наклон кривой *IS* увеличится.

- *Изменить любой компонент автономных расходов.* Также как и в случае модели расходов-доходов, возможно изменение каждого компонента автономных расходов: на потребление (*a*), на инвести-

ции (I), правительства (G) и на чистый экспорт $X_n = X - IM(Y)$. Их рост сдвинет кривую IS вправо на уровень IS_3, где при неизменном уровне процента r_1 реальное производство и доход увеличатся с Y_1 до Y_2. Очевидно, что сокращение любого из компонентов автономных расходов возымеет обратный эффект: при неизменном уровне процента r_1 реальное производство и доход сократятся с Y_1 до Y_3. Кривая IS сдвинется влево, но ее наклон не изменится.

Обычно для стимулирования открытой экономики используются два средства — бюджетная политика и девальвация валютного курса. Если включить в состав возможных вложений в экономику ($I + X$) государственные расходы (G), то в результате их увеличения кривая функции вложений (квадрант IV, рис. 9.10) сдвинется влево на величину государственных расходов. Это приведет к перемещению кривой IS (квадрант I) вправо на величину государственных расходов, помноженную на мультипликатор открытой экономики (рис. 9.17).

В результате девальвации или снижения курса национальной валюты происходит удорожание и, как следствие, сокращение импорта, в результате чего кривая функции оттока средств (квадрант II, рис. 9.10) переместится вверх на величину сокращения импорта. Но при этом из-за девальвации неизбежно растет экспорт, в результате чего кривая функции вложений (квадрант IV) сдвинется вправо на величину роста экспорта. Следовательно, в результате девальвации кривая IS сдвинется опять-таки вправо на уровень (IS_2) на величину, равную величине улучшения торгового баланса ($X - IM$), умноженную на мультипликатор открытой экономики.

Величина мультипликатора в открытой экономике зависит от предельной склонности к потреблению и к импорту. Рост ставки налога увеличит утечку средств из системы, сократит размер мультипликатора и увеличит наклон кривой IS. Напротив, сокращение налоговой ставки уменьшит отток средств из системы, что увеличит мультипликатор и уменьшит наклон кривой IS. Таким образом, расширительная бюджетная политика, предусматривающая рост государственных расходов и/или сокращение налогов, приводит к перемещению кривой IS вправо и/или уменьшению угла ее наклона. Рестриктивная бюджетная политика приводит к перемещению кривой IS влево и/или увеличению ее наклона.

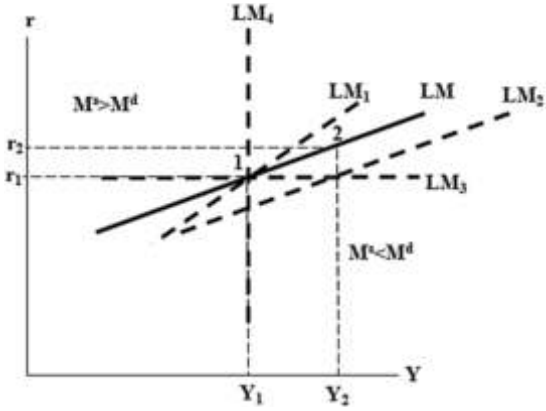
Свойства кривой *LM*. Кривая LM показывает геометрическое место точек на графике, где спрос на деньги равен их предложению (рис. 9.18). В любой точке слева от кривой LM в экономике возникает избыточное предложение денег по сравнению со спросом на них и реальный процент оказывается ниже равновесного для каждого уровня дохода. В любой точке справа от кривой LM в экономике возникает дефицит предложения денег по сравнению со спросом на них и реальный процент оказывается выше равновесного для каждого уровня дохода. Кривая LM обычно имеет положительный наклон, поскольку чем выше доход, тем больше спрос на деньги в транзакционных целях, который ведет к росту реального процента, т.е. $Y\uparrow \Rightarrow M^d\uparrow \Rightarrow r\uparrow$. Слева от кривой LM предложение денег превышает спрос на них, а справа предложение денег ниже спроса на них.

Реальный спрос на деньги находится в прямой зависимости от уровня реального ВВП, транзакции в котором они обслуживают, и в обратной зависимости от уровня реального процента, который представляет собой альтернативную стоимость денег:

$$\frac{M^d}{P} = kY - hr,$$

где k — параметр, показывающий часть реального дохода, которую экономические агенты готовы держать в реальных деньгах (коэффициент предпочтения лик-

Рис. 9.18. **Свойства кривой *LM***



видности), h – параметр, характеризующий чувствительность изменения спроса на деньги к изменению реального процента, Y – реальный ВВП, r – реальный процент, P – уровень цен.

В состоянии равновесия реальный спрос на деньги равен их реальному предложению. Тогда алгебраически кривую LM можно задать двумя способами.

- Реальный доход как функцию от реального процента

$$Y = \frac{1}{k}\frac{M}{P} + \frac{h}{k}r.$$

- Реальный процент как функцию от реального дохода

$$r = -\frac{1}{h}\frac{M}{P} + \frac{k}{h}Y.$$

Рассмотрим только первый случай. Для достижения стоящих перед ними целей правительство и частный сектор могут повлиять на денежный сектор экономики несколькими способами, по отдельности или в любой их комбинации.

- *Изменить реальный процент (переменную r).* Например, если денежный сектор изначально находится в условиях равновесия, то процент, возросший с r_1 до r_2, потребует увеличения реального дохода с Y_1 до Y_2 для поддержания равновесия на денежном рынке. Это показывается перемещением точки равновесия в денежном секторе вдоль кривой LM от точки 1 к точке 2. Падение процента в условиях равновесия произведет обратный экономический эффект. Положение и наклон кривой при этом не изменяются.
- *Изменить чувствительность спроса на деньги к изменению реального процента (параметр h).* Например, увеличение этого параметра может быть достигнуто путем структурных реформ, улучшающих предоставление финансовых услуг. Рост этого коэффициента увеличит наклон кривой LM, например, до уровня LM_1, но ее положение относительно начала координат не изменится.
- *Изменить предпочтение ликвидности (параметр k).* Рост этого коэффициента сократит наклон кривой LM и ее положение относительно начала координат, сдвинув ее влево. Сокращение этого коэффициента произведет обратный эффект.
- *Изменить уровень цен (параметр P).* Рост уровня цен сократит реальное предложение денег и сдвинет кривую LM влево. Снижение уровня цен будет иметь обратный эффект. Наклон кривой LM останется прежним.

- *Изменить предложение денег (параметр M)*. Рост предложения денег сдвинет кривую *LM* вправо до уровня LM_2, сокращение предложения денег возымеет обратный эффект. Наклон кривой *LM* останется прежним. Рост номинального предложения денег центральным банком при неизменных ценах или снижение уровня цен при неизменном номинальном предложении денег увеличит реальное предложение денег. Рост реального предложение денег сдвинет кривую M^s (квадрант III, рис. 9.12) влево, что приведет к перемещению кривой *LM* вправо на уровень LM_2 (рис. 9.18). Рестриктивная денежная политика (сокращение предложения денег) или рост цен произведут обратный эффект: кривая *LM* сместится влево. Аналогичная ситуация возникнет при падении курса национальной валюты или ее девальвации: уровень внутренних цен из-за роста цен на импортные товары возрастет, что увеличит транзакционный спрос на деньги и, следовательно, сдвинет кривую M_T^d (квадрант II, рис. 9.12) вниз. Это, в свою очередь, передвинет *LM* кривую влево.

Кривая LM может быть вертикальной. В этом случае эластичность реального спроса на деньги по реальному проценту равна нулю. Такой подход характеризует монетаристскую концепцию, по которой спрос на деньги состоит только из транзакционного спроса и составляет постоянную долю от дохода, и практически не зависит от уровня процента. Поэтому кривая *LM* характеризуется большим наклоном или в экстремальном случае может быть даже вертикальной, как LM_4, находясь на уровне предложения денег, которое фиксируется центральным банком. В этом экстремальном случае положение кривой *LM* зависит только от экзогенно определяемого предложения денег, и не зависит от спроса на деньги, который невозможно изменить, манипулируя процентом.

Кривая LM может также быть горизонтальной. В этом случае эластичность реального спроса на деньги по реальному проценту равна бесконечности. В кейнсианской концепции открытой экономики спрос на деньги сильно зависит от уровня процентной ставки и, соответственно, *LM* кривая имеет небольшой наклон, а в экстремальном случае может вообще быть горизонтальной, как LM_3.

Случай при горизонтальной кривой *LM* называется ловушкой ликвидности (*liquidity trap*) – никакое изменение предложения денег не в состоянии изменить уровень реального процента. Такая ситуация возникает, например, когда процент равен нулю. В этом случае нагнетание денежной массы центральным банком не в состоянии более снизить процент, ибо он не может быть меньше нуля. Однако ловушка ликвидности возникает необязательно, когда процент равен нулю. Экономика может оказаться в ловушке ликвидности, и когда реальный процент выше нуля: все зависит от поведения экономических агентов – при каком уровне процента они предпочтут держать наличные деньги, которые не приносят доход (предпочтение ликвидности) по сравнению с государственными или другими надежными облигациями, которые приносят доход.

Кривая *LM*, как графическое представление равновесия на денежном рынке, характеризуется серьезными ограничениями.

- Во-первых, центральный банк контролирует только малую долю предложения денег в экономике – наличные в обращении и резервы коммерческих банков, размещенные в ЦБ, – резервные деньги. В то же время в процессе мультипликации ре-

зервные деньги превращаются в широкие деньги, которые находятся уже только под косвенным контролем ЦБ и рост которых во многом зависит от поведения банков и других кредитных учреждений и спроса на кредит. Поэтому идея, что ЦБ может двигать *LM* кривую и изменять ее наклон по собственному усмотрению, является сильным упрощением реально существующей ситуации.

- Во-вторых, даже если бы ЦБ был в состоянии полностью контролировать предложение денег, на практике большинство ЦБ этого не делают, а напротив, управляют уровнем процента. В результате передвижение кривой *LM* в модели равновесия на денежном рынке, которое зависит от изменения предложения денег, не моделирует денежную политику, которая проводится в основном через изменение уровня процента.
- В-третьих, кривая *LM* ничего не говорит о характере реального процента, который приводит денежный рынок в равновесие при каждом уровне дохода. Если это краткосрочная процентная ставка, то ее можно считать альтернативной стоимостью денег при транзакционном спросе на деньги. Если это долгосрочная процентная ставка, то она может характеризовать альтернативную стоимость денег при спекулятивном спросе на деньги.

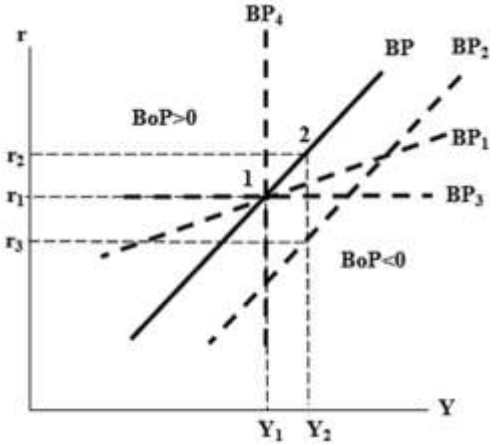
Свойства кривой *BP*. Эта кривая непосредственно выражает взаимосвязь национальной и международной экономики, а ее перемещения зависят от других важнейших параметров международной экономики, таких как динамика валютного курса и режим международного движения капитала. Кривая *BP* всегда имеет положительный наклон, поскольку чем выше доходы и, следовательно, импорт, тем больше дефицит торгового баланса и тем выше должна быть процентная ставка, чтобы обеспечить достаточный приток иностранного капитала для его финансирования, т.е. $Y\uparrow \Rightarrow IM\uparrow \Rightarrow r\uparrow \Rightarrow FI$ (рис. 9.19).

Слева от кривой *BP* находится область, в любой точке которой наблюдается профицит платежного баланса, а справа – дефицит.

Для достижения стоящих перед ними целей правительство и частный сектор могут повлиять на внешний сектор экономики тремя основными способами.

- *Изменить реальный процент*. Например, поднять процент с r_1 до r_1, Возросший процент стимулирует приток краткосрочного капитала из-за рубежа *FI*, что позволит увеличить финансирование импорта. Возросший импорт обычно является следствием увеличения реального спроса и значит производства и дохода с Y_1 до Y_1. Это показывается движением вдоль кривой *BP* от точки 1 к точке 2. Падение процента произведет обратный экономический эффект. Положение и наклон кривой при этом не изменяются.
- *Изменить регулирование международной мобильности капитала*. Это

Рис. 9.19. **Свойства кривой BP**



можно сделать путем ослабления или укрепления барьеров для потоков капитала, например, через введение или отмену ограничений на долю собственности в предприятиях, которая может принадлежать иностранцам, налогов на переводы капитала, требований о содержании местных компонентов и пр. Это повлияет на чувствительность потоков краткосрочного капитала к изменению реального процента. По мере повышения чувствительности движения краткосрочного капитала к изменению процента, кривая *BP* будет становиться все более пологой и примет положение, такое как BP_1. Ее наклон показывает, что достаточно небольшого повышения процента, чтобы индуцировать существенный приток капитала из-за рубежа, который приведет в равновесие разбалансированный в результате возросшего импорта платежный баланс. В целом, чем больше ограничения в стране на движение капитала, тем круче наклон кривой *BP*. Устранение ограничений производит обратный эффект. С изменением чувствительности движения капитала к изменению процента наклон кривой *BP* будет меняться, но ее положение относительно начала координат не изменится.

- *Изменить курс национальной валюты.* При снижении курса национальной валюты импорт становится дороже для резидентов, поскольку для покупки единицы иностранной валюты, с помощью которой он оплачивается, резиденты вынуждены тратить больше национальной валюты. Экспорт страны при этом становится дешевле для нерезидентов, которым надо тратить меньше своей валюты, чтобы приобрести то же ее количество. Снижение курса приведет к росту экспорта и падению импорта, в результате чего кривая ($X - IM$) поднимется вверх (квадрант II, рис. 9.14), что при прочих равных условиях будет означать смещение *BP* кривой вправо на уровень BP_2. В результате торговый баланс страны улучшается, и потребуется более низкий уровень процента, такой как r_3, для оплаты оставшегося дефицита торгового баланса за счет притока краткосрочного капитала. Улучшение торгового баланса ведет к улучшению платежного баланса в целом. Следовательно, уровень дохода должен увеличиться и индуцировать дополнительный импорт, рост которого вернет платежный баланс в равновесие. Рост курса национальной валюты приведет к обратному результату. Вследствие изменения курса национальной валюты положение кривой *BP* будет меняться, она будет двигаться вправо или влево, но ее наклон не изменится. Снижение курса национальной валюты сдвинет кривую *BP* вправо, его рост – влево.

Наклон *BP* в критической степени зависит от уровня открытости страны международному движению капитала. Возможных вариантов четыре:

- *Полная немобильность капитала (full capital immobility).* При полной немобильности капитала страна запрещает его ввоз и вывоз из страны, и кривая *BP* является вертикальной, т.е соответствует BP_4. Эластичность краткосрочных потоков капитала по реальному проценту в этом случае равна нулю. Признаком полной немобильности капитала в экономическом смысле служит большое и хроническое различие в уровне процента по сопоставимому финансовому инструменту в данной стране и странах, являющихся ее основными экономическими партнерами. Вертикальная кривая *BP* показывает уро-

вень дохода, такой как Y_1, и, как следствие, зависящего от него импорта, который возможен при существующих ограничениях на движение капитала и уровне курса национальной валюты. Любая попытка увеличить доход, предполагающее сдвиг кривой *BP* вправо, приведет к росту импорта и дефициту платежного баланса и, следовательно, оттоку иностранной валюты. Этот отток, в свою очередь, проявится в падение курса национальной валюты. Центральный банк будет вынужден поддерживать ее курс, покупая национальную валюту за счет своих резервов иностранной валюты, сокращая тем самым предложение денег, что приведет к росту реального процента. Рост процента приведет к падению инвестиций и дохода и вернет его в изначальное положение на уровне BP.

- *Высокая немобильность капитала (high capital immobility)*. При высоком уровне немобильности капитала наклон кривой *BP* значителен, как у BP_2, обычно больше, чем у кривой *LM*. Внутренняя процентная ставка существенно отличается от мировой. Эластичность международных потоков капитала по процентной ставке близка, но не равна нулю, и требуются существенные изменения в национальной процентной ставке, чтобы вызвать небольшой приток или отток капитала.

- *Неполная мобильность капитала (partial capital mobility)*. При неполной мобильности капитала наклон кривой *BP* меньше, чем у BP_2, например, как у BP_1, но обычно меньше, чем у кривой *LM*. Внутренняя процентная ставка отличается от мировой, но не столь существенно как при высокой немобильности капитала. Эластичность международных потоков капитала по процентной ставке обычно превышает 1 и может приближаться к бесконечности, но не равна ей. Небольшие изменения в национальной процентной ставке достаточны, чтобы вызвать существенный приток или отток капитала.

- *Полная мобильность капитала (full capital mobility)*. При полной мобильности капитала кривая *BP* становится практически горизонтальной, как BP_3, и внутренняя процентная ставка всегда равна мировой. Эластичность международных потоков капитала по процентной ставке близка к бесконечности, что возможно при полном отсутствии институциональных ограничений на движение капитала и абсолютной взаимозаменяемости между национальными и иностранными финансовыми активами. В этом случае любое превышение внутренней процентной ставки над мировой приводит к столь значительному притоку капитала из-за рубежа, что они сразу же опять сокращаются до среднемирового уровня. Допустим, центральный банк попытается снизить национальную процентную ставку, увеличив предложение денег. Инвесторы немедленно начнут конвертировать свои вклады в иностранную валюту и переводить свой краткосрочный капитал за рубеж, где процентная ставка выше. Отток капитала вызовет дефицит платежного баланса, и ЦБ будет вынужден тратить валютные резервы на покупку национальной валюты, чтобы поддержать ее курс, сокращая тем самым предложение денег. В результате национальная процентная ставка опять повысится до среднемирового уровня.

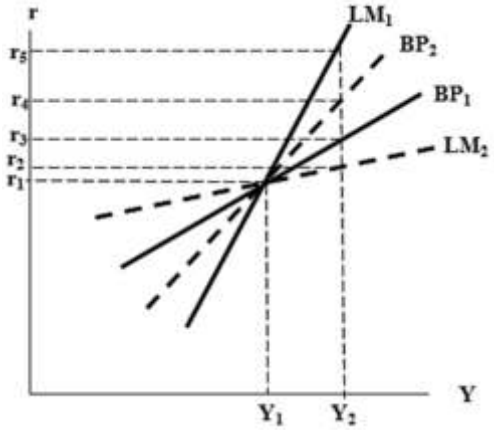
Различие между высокой немобильностью капитала и неполной мобиль-

ностью капитала в модели *IS-LM-BP* во многом определяется наклоном кривых *LM* и *BP* по отношению к оси, на которой показан уровень реального дохода *Y*. Ситуация, когда наклон кривой *BP* больше наклона кривой *LM*, говорит о высокой немобильности капитала, когда ниже – о его неполной мобильности. Как было показано выше, обе кривые характеризуются положительным наклоном. Наклон кривой *LM* зависит от эластичности спроса на деньги по изменению реального процента, а наклон кривой *BP* – от эластичности потоков краткосрочного капитала по изменению того же реального процента. Следовательно, если эластичность спроса на деньги по проценту ниже, эластичности движения капитала, то наклон кривой *LM* будет больше наклона кривой *BP*, как в случае кривых LM_1 и BP_1 (рис. 9.20). В обратном случае, наклон кривой *LM* будет меньше наклона кривой *BP*, как в случае LM_2 и BP_2.

Предположим, что доход увеличился до Y_2. Если рост реального процента, который требуется для возврата денежного рынка в равновесие, превышает его необходимый рост, способный привести в равновесие внешние рынки (т.к. в случае кривых LM_1 и BP_1 $r_5 > r_3$), то наклон кривой *LM* будет круче кривой *BP*. Если рост реального процента для приведения денежного рынка в равновесие ниже уровня его необходимого роста для приведения внешнего рынка в равновесие (т.к. в случае кривых LM_2 и BP_2 $r_2 < r_4$), то кривая *LM* будет более пологой, чем кривая *BP*.

Хотя оба варианты взаимного расположения кривых возможны, на практике чаще всего следует ожидать первую комбинацию, когда *LM* круче *BP*. Рост процента просто уменьшает спрос на деньги. В то же время такой же рост процента увеличивает приток капитала, поскольку он также сокращает спрос на деньги, увеличивая тем самым спрос на национальные финансовые активы, и вдобавок падает спрос на иностранные активы в пользу более привлекательных национальных. В результате, при одинаковом росте процента значительно больший эффект имеет место при восстановлении внешнеэкономического равновесия, чем равновесия на денежном рынке. Следовательно, в большинстве случаем кривая *BP* должна быть более эластичной (более пологой), чем кривая *LM* Такое расположение двух кривых типично для ситуации, когда национальные и иностранные активы являются абсолютными субститутами и инвесторам безразлично, какой из них иметь в своем портфеле.

Рис. 9.20.* Взаимное расположение кривых *LM* и *BP



Совокупный спрос и совокупное предложение (модель AS-AD)

Базовая кейнсианская модель влияния роста расходов на увеличение доходов государства с открытой экономикой исходила из допущения о неизменности всех цен в экономике (отсутствия инфляции, постоянства процентной ставки, стабильности валютного курса), в результате чего автоматической корректировки экономики практически не могло быть. Расширяющая ее *IS-LM-BP* модель предусматри-

вает возможность изменения процентной ставки и валютного курса, т.е. автоматической адаптации денежного и внешнего секторов к изменяющимся макроэкономическим условиям посредством влияния изменения цен на предложение денег и изменения курса национальной валюты, т.е. влияние изменения цен на равновесие в денежном и внешнем секторах. Наконец, модель совокупного спроса и совокупного предложения, рассматриваемая далее, дополняет предыдущие модели возможностью изменения цен и в реальном секторе. Она содержит условия достижения равновесия во всех трех секторах – реальном (*AS-AD*), денежном и внешнем, – принимая во внимание возможность изменения всех цен во всех секторах. Если модель *IS-LM-BP* вытекала из кейнсианской модели расходов-доходов, то модель *AS-AD*, в свою очередь, вытекает из модели *IS-LM-BP*.

Графически модель *AS-AD* показывает такое соотношение между уровнем реального дохода Y и общим уровнем цен P, при котором совокупный спрос на товары и услуги в стране в целом равен их совокупному предложению. Принципиальное различие между спросом на индивидуальный товар, изучаемым в рамках общей экономической теории, и совокупным спросом заключается в том, что совокупный спрос предъявляется на все товары в экономике, т.е. реальный ВВП. Под уровнем цен в модели *AS-AD* понимается соответствующий совокупный показатель уровня цен, например дефлятор ВВП или индекс потребительских цен, что также отличает ее от модели равновесия на рынке индивидуального товара, которая связывает спрос на определенный товара с ценой только на этот товар.

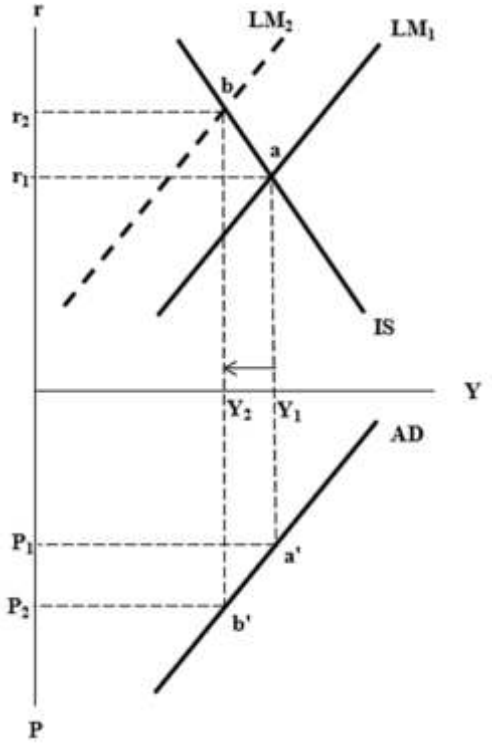
@ *Совокупный спрос (aggregate demand, AD)* – спрос, предъявляемый на все товары и услуги при существующем общем уровне цен.

Построение кривых *AD* и *AS*

Графическое построение кривой совокупного спроса *AD* также вытекает из модели *IS-LM-BP* и в принципиальной степени зависит от степени открытости экономики и существующего в ней режима валютного курса. Поэтому совокупный спрос имеет разные характеристики в закрытой экономике, в открытой экономике с фиксированным валютным курсом и в открытой экономике с плавающим валютным курсом.

• *Закрытая экономика*. В данном случае для построения кривой *AD* необходимо вспомнить, что кривые *IS* и *LM* показывали такое соотношение дохода и процентной ставки, при котором реальный и денежный секторы находились в равновесии при существующем уровне цен, который полагался фиксированным (рис. 9.21). Макроэкономическое равновесие достигалось в точке *a* при уровне дохода Y_1, процентной ставке r_1 и при существующем уровне цен. Если его обозначить P и отложить на отдельной шкале цен, то она вместе с уже установленным уровнем дохода Y_1 определит первую точку a' потенциальной кривой совокупного спроса *AD*. Допустим, что совокупный уровень цен возрос с P_1 до P_2. Поскольку реальное предложение денег определяется как их номинальное предложение, деленное на уровень цен $\left(\frac{M}{P}\right)$, рост цен сократит реальное предложение денег и сдвинет LM_1 влево на уровень LM_2. Изменение уровня цен не повлияет на положении кривой *IS*, поскольку равновесие в реальном секторе измеряется в реальном выражении. Равновесие достигается в точке *b* при более высокой процентной ставке r_2 и более низком уровне дохода Y_2. Возросшие цены до уровня P_2 и сократившийся до Y_2 доход определяют вторую точку b' кривой совокупного спроса *AD*. Она имеет отрицательный наклон относительно оси дохода, пока-

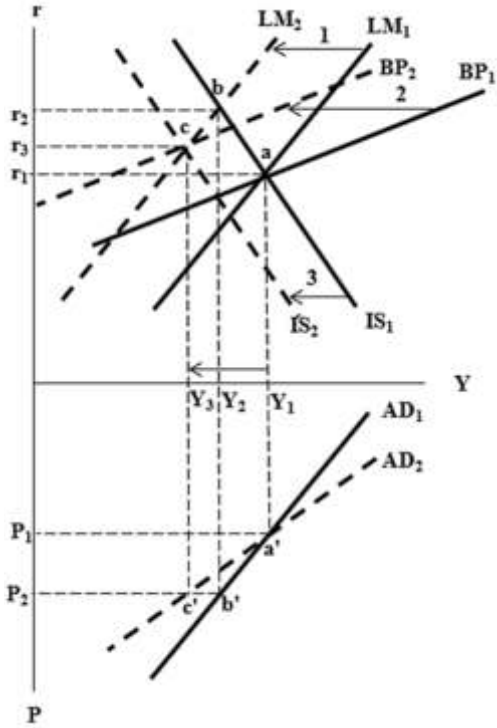
Рис. 9.21. **Построение кривой *AD* для закрытой экономики**



зывая размер производства в реальном выражении, на который существует спрос при каждом уровне цен.

- *Открытая экономика с фиксированным валютным курсом.* Если предположить, что экономика открытая и капитал высоко, но не полностью мобилен, т.е. *BP* более полога, чем *LM* кривая, рост общего уровня цен вызовет более сложные процессы, чем в закрытой экономике (рис. 9.22). Допустим, что изначальное равновесие существует на пересечении кривых *IS*, *LM*, и *BP* в точке *a*. Эта точка определяет первую точку *a′* кривой *AD*. Как и в случае закрытой экономики, рост цен сократит реальное предложение денег и сдвинет LM_1, влево на уровень LM_2 и увеличит реальный процент до r_2 (1). В дополнение к эффекту закрытой экономики, в открытой экономике рост внутренних цен изменяет соотношение внутренних и международных цен не в пользу данной страны. Рост внутренних цен, делая экспорт страны более дорогим, сокращает спрос на него за рубежом, в результате чего производство экспортных товаров и вместе с ними общий уровень производства падают, и кривая IS_1 сдвигается влево на уровень IS_2. В результате кривые LM_2 и IS_2 пересекутся в некоторой точке *c* (2). Заметим, что точка *c* может оказаться слева от кривой BP_1 (как показано на рис. 9.22), или справа от нее, если IS_2 сдвинется достаточно далеко влево. Рост экспортных цен приводит к дефициту торгового баланса, и кривая BP_1 сдвигается влево на уровень BP_2, поскольку для нивелировки платежного баланса требуется дополнительный приток

Рис. 9.22. **Построение кривой *AD* для открытой экономики с фиксированным валютным курсом**



краткосрочного капитала, для чего нужна более высокая процентная ставка r_3 (3). Точка *c* пересечения новых кривых IS_2, LM_2 и BP_2 определяет вторую точку *c′* кривой совокупного спроса *AD* для открытой экономики. Соединив точки *a′* и *c′* можно получить кривую совокупного спроса для открытой экономики с фиксированным курсом иностранной валюты AD_2.

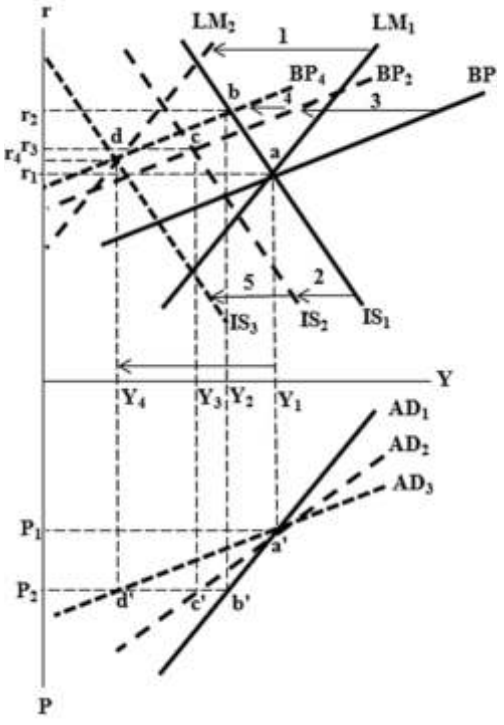
В результате сдвигов точка пересечения новых кривых IS_2 и LM_2 изначально может оказаться слева или справа от кривой BP_2. Однако, если она окажется слева от BP_2, процентная ставка будет слишком высокой для равновесия платежного баланса, который окажется в профиците, что создаст давление на фиксированный курс в сторону его повышения. Поскольку курс фиксированный, центральный банк начнет его защищать путем скупки излишней иностранной валюты в государственные резервы, увеличивая тем самым предложение денег. Это будет двигать кривую LM_2 вправо, пока все три кривые не пересекутся на кривой BP_2. Аналогично, если точка пересечения окажется справа от кривой BP_2, платежный баланс будет в дефиците, ибо процент не будет достаточно высок, чтобы обеспечить приток краткосрочного капитала для финансирования дефицита торгового баланса. Это создаст давление на курс национальной в сторону его понижения. Поскольку курс фиксированный, центральный банк начнет его защищать путем покупки национальной валюты за счет резервов иностранной валюты, сокращая тем самым предложение денег, что будет двигать кривую LM_2 влево, пока все три кривые опять не пересекутся.

Кривая совокупного спроса для открытой экономики AD_2 в любом случае будет более полога, а совокупный спрос – более эластичным, чем в закрытой экономике (кривая AD_1). Чем сильнее эффект переключения расходов и чем выше эластичность экспорта и импорта к изменению внутренних (и, следовательно, относительных) цен, тем больше это различие. В открытой экономике рост общего уровня цен оказывает значительно большее воздействие на внутреннее производство, чем в закрытой экономике: чисто монетарный эффект дополняется эффектом переключения части расходов с национальных на импортные товары, что способствует еще большему падению внутреннего производства.

• *Открытая экономика с плавающим валютным курсом*. Построение кривой совокупного спроса при плавающем валютном курсе осложняется тем, что наряду с множеством других параметров плавающий курс национальной валюты также реагирует на изменение относительных цен. Начиная, как и прежде, с точки макроэкономического равновесия *a* в модели *IS-LM-BP*, определяется точка *a′* кривой совокупного спроса (рис. 9.23). Рост совокупного уровня цен приводит к следующим макроэкономическим эффектам: кривая LM_1 сдвигается влево, поскольку из-за роста цен сокращается реальная денежная масса (1). Кривая IS_1 сдвигается влево, ибо падает производство в реальном секторе страны из-за сокращения спроса на ее экспорт (2). Кривая BP_1 также сдвигается влево из-за ухудшения торгового баланса вследствие падения экспорта и роста импорта (3). Казалось бы, пока все происходит так же, как и при фиксированном валютном курсе.

Однако, как видно из рисунка 9.23, кривые LM_2 и IS_2 изначально пересекаются в точке *c*, которая находится слева от кривой BP_1, что означает положительное сальдо платежного баланса. При положительном сальдо нерезиденты предъявляют повышенный спрос на национальную валюту, что неизбежно ведет к росту ее курса. Если при фиксированном валютном курсе центральный банк вынужден, защищая курс, скупать иностранную валюту, увеличивая тем самым де-

Рис. 9.23. **Построение кривой *AD* для открытой экономики с плавающим валютным курсом**



нежную массу и двигая кривую *LM* вправо, то при плавающем режима валютного курса ЦБ бездействует, позволяя курсу национальной валюты расти. В результате рост курса национальной валюты еще больше сокращает экспорт, ведя к еще большему дефициту платежного баланса, и, соответственно, сдвигает кривую BP_2 еще дальше влево на уровень BP_3(4). Дальнейшее сокращение спроса на экспорт приводит к дальнейшему снижению экспортного производства и, в свою очередь, сдвигает кривую IS_2 еще дальше влево на уровень IS_3 (5). В конечном итоге экономика приходит в равновесие только в точке *d*, где все три кривые опять пересекутся.

Эта точка определит вторую точку *d′* кривой совокупного спроса. Пересечение кривых LM_2 и IS_2 ниже справа от BP_2 приведет к дефициту платежного баланса, что в условиях бездействия ЦБ обесценит национальную валюту. Это начнет двигать кривые BP_2 и IS_2 еще дальше вправо, пока они все не пересекутся в одной точке где-то на кривой LM_2. Если же кривые BP_2 и IS_2 сразу пересекутся на кривой LM_2, то точка их пересечения и будет второй точкой кривой *AD*, т.е. ее наклон будет таким же, как и при фиксированном валютном курсе.

Нетрудно заметить, что при плавающем валютном курсе кривая совокупного спроса еще более полога, чем при фиксированном курсе. Причина в том, что изменение валютного курса воздействует на платежный баланс в дополнение к воздействию, которое оказывает рост цен. Совокупный спрос оказывается еще более эластичным по цене при плавающем, чем при фиксированном валютном курсе. Тем самым одинаковый по размерам рост общего уровня цен с P_1 до P_2 приводит к разным последствиям: в закрытой экономике – к падению производства и реального дохода с Y_1 до Y_2, в открытой экономике с фиксированным валютным курсом – к их большему падению с Y_1 до Y_3, а в открытой экономике с плавающим валютным курсом – к самому большому падению с Y_1 до Y_4. Таким образом, наибольшая эластичность совокупного спроса к изменению цен достигается в открытой экономике с плавающим курсом: незначительные изменения общего уровня цен оказывают весьма существенное влияние на совокупный спрос. Это важный результат.

@ *Совокупное предложение (aggregate supply, AS)* – предложение всех товаров и услуг при существующем общем уровне цен.

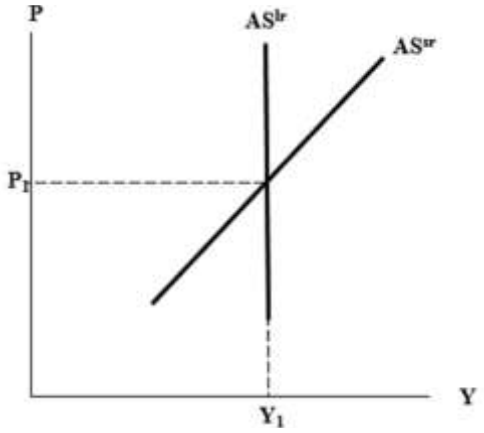
Если характер совокупного спроса зависел от степени открытости экономики и типа существующего в ней валютного курса, то характер совокупного предложения в критической степени зависит от

временно́й перспективы, в которой она рассматривается. Как известно из общей теории макроэкономики, совокупное предложение в долгосрочной перспективе не зависит от уровня цен. Единственным способом увеличения производства в долгосрочной перспективе является расширение используемых факторов производства: создание новой технологии, привлечение дополнительной рабочей силы, разработка новых природных ресурсов и пр. Если существующие в распоряжении страны факторы производства используются полностью, то экономика находится на уровне потенциального (или естественного) уровня производства (*potential output*).

- *Совокупное предложение в долгосрочной перспективе (long-run aggregate supply, AS^{lr})* – не зависящее от общего уровня цен потенциальное предложение товаров и услуг, которые можно произвести при максимальном использовании (полной занятости) имеющихся факторов производства.

График совокупного предложения в долгосрочной перспективе оказывается просто прямой вертикальной линией AS^{lr}, показывающей, что, сколько бы ни поднимался общий уровень цен P, в силу ограниченности имеющихся в распоряжении общества факторов производства само производство и, следовательно, получаемый от него страной доход не могут превзойти естественный уровень производства Y_1 (рис. 9.24). Напротив, в краткосрочной перспективе, пока производство не достигло своего потенциального уровня, цены оказывают существенное влияние на совокупное предложение. Логично предположить, что по мере роста цен на товары и услуги фирмам будет выгодно увеличивать их производство, и их совокупное предложение будет также расти. Его график AS^{sr} (*short-run aggregate supply*) будет иметь положительный наклон и пересекать кривую AS^{lr}.

Рис. 9.24. **Построение кривых AS^{lr} и AS^{sr}**



- *Совокупное предложение в краткосрочной перспективе (short-run aggregate supply, AS^{sr})* – текущее предложение всех товаров, находящихся в распоряжении страны, при существующем общем уровне цен.

Свойства кривой AD. Наклон и положение кривой *AD* напрямую зависят от наклона и положения кривых *IS* и *LM*. Наклон кривой *AD* свидетельствует о степени эластичности совокупного спроса по общему уровню цен. Из процедуры построения кривой *AD* однозначно следует, что чем круче кривые *IS* и *LM*, тем ближе к вертикали кривая *AD*, тем менее эластичен совокупный спрос по ценам. Любое изменение эластичности и наклона кривых *IS* и *LM* приводит к соответствующему изменению эластичности и наклона кривой *AD*. Например, снижение средней ставки налога или рост эластичности инвестиций по реальному проценту увеличит эластичность кривой *IS*, уменьшив ее наклон и, соответственно, увеличит эластичность кривой *AD* по ценам, сократив ее наклон. Рост эластичности спроса на деньги по реальному проценту увеличит эластичность кривой *LM*, уменьшив ее наклон и, соответственно, увеличит эластичность кривой *AD* по ценам, сократив ее наклон.

Положение *AD* кривой зависит от изменения положения кривых *IS* и *LM*, которое, в свою очередь, зависит от ряда других параметров. Все факторы, которые сдвигают вправо (влево) кривые *IS* и *LM*, также сдвигают кривую *AD* вправо (влево), поскольку любой сдвиг кривых *IS* и *LM* ведет к изменению равновесного уровня дохода для каждого уровня цен. Следующие факторы сдвигают кривую *IS* и, следовательно, кривую *AD* вправо: рост государственных расходов, автономных инвестиций и экспорта, снижение налогов и курса национальной валюты. Обратное действие этих факторов сдвигает обе кривые влево. Следующие факторы сдвигают кривую *LM* и, следовательно, кривую *AD* вправо: рост номинального предложения денег при неизменном уровне цен, рост реального предложения денег при падении цен и сокращение спроса на деньги по иным причинам нежели падение дохода. Обратное действие этих факторов сдвигают обе кривые влево. Таким образом, уровень дохода может расти в трех случаях: при падении общего уровня цен, что отражается в движении по кривой *AD* от точек *B′* к *A′*; при мягкой денежной политике и неизменном уровне цен, что отражается в сдвиге кривой *AD* вправо; и при экспансионистской бюджетной политике, что также отражается в сдвиге кривой *AD* вправо.

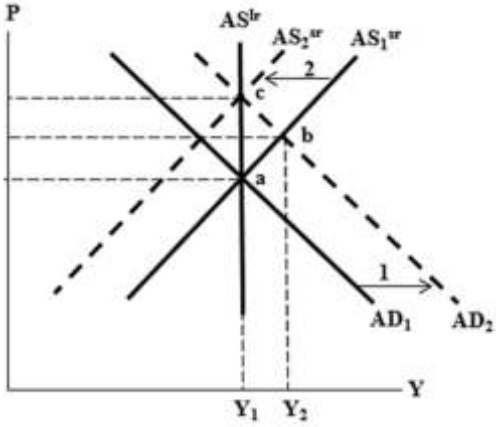
Свойства кривой AS. Из рисунка 9.24 следует, казалось бы, невероятный на первый взгляд вывод, что в краткосрочной перспективе совокупное предложение (производство) может превышать совокупное предложение в долгосрочной перспективе, что показано частью кривой AS^{sr}, находящейся справа от вертикали AS^{lr}. Одно из возможных объяснений этого феномена заключается в том, что из-за несовершенства рынка и системы рыночной информации может произойти всеобщий рост цен. В ответ на него предприятия могут увеличить производство. Однако при этом через некоторое время станет очевидным, что цены увеличились не только на конечную продукцию, но и на все промежуточные товары и сырье. Работники на предприятиях потребуют увеличения зарплаты. В долгосрочной перспективе рост издержек заставит предприятия сократить производство, пережившее краткосрочный всплеск, до его естественного уровня AS^{lr}.

Возможно и обратное: вследствие падения цен на их продукцию предприятия могут сократить производство, сдвинув его влево от AS^{lr} по кривой AS^{sr}. Однако, как только станет ясно, что имеет место общее падение цен, включая цены на сырье и материалы для производства этой продукции, предприятия немедленно снова увеличат производство до его естественного уровня. В силу бурного развития коммуникаций и рыночной информации различие между совокупным предложением в краткосрочной и долгосрочной перспективе становится все менее значимым, кривая AS^{sr} все больше приближается к вертикали и потенциально, когда все участники рынка получают информацию об изменившихся рыночных условиях одновременно, сливается с кривой предложения AS^{lr} в долгосрочном периоде.

Равновесие в модели *AS-AD*

В силу двухъярусной структуры модели, анализирующей совокупное предложение как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе, механизм возникновения макроэкономического равновесия в принципиальной степени зависит от временного горизонта анализа. В закрытой экономике равновесие возникает в точке пересечения всех трех кривых AD_1, AS^{lr} и AS^{sr} (рис. 9.25). Это означает, что совокупный спрос должен быть равен совокупному предложению как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Или, другими словами, совокупное предложение само должно находиться

Рис. 9.25. **Равновесие в *AS-AD* модели**



в состоянии межвременного равновесия и соответствовать совокупному спросу, так как это имеет место в точке *a*. Равновесие в ней само по себе весьма устойчиво, поскольку экономика находится в состоянии баланса долгосрочного предложения и совокупного спроса. Если по каким-либо причинам совокупный спрос повышается, например, при росте государственных расходов или денежной массы, то кривая AD_1 переместится вправо на уровень AD_2, а общий уровень цен повысится до P_2 (1).

Предприятия, почувствовав рост спроса на их товары, увеличат производство до Y_2, переместив краткосрочное равновесие в точку *b*. В ней краткосрочное совокупное предложение превысит долгосрочное совокупное предложение и поэтому равновесие не будет устойчивым. Как только работники потребуют и получат прибавку к заработной плате, и фирмы осознают, что все цены, а не только цены на их продукцию, возросли, что больше надо платить за сырье и материалы, кривая совокупного предложения AS_1^{sr} переместится влево на уровень AS_2^{sr} (2). Это приведет к падению производства и дохода на исходный уровень Y_1, а новое равновесие возникнет в точке *c* при более высоком уровне цен P_3.

Этот же процесс можно объяснить и с точки зрения соотношения действующих (*actual*) и ожидаемых (*expected*) цен. Неожиданный рост спроса может вызвать внезапный скачок действующих цен. Однако на относительно продолжительном отрезке времени ожидаемые цены будут расти как минимум в соответствии с инфляцией и рано или поздно сравняются с внезапно подпрыгнувшими действующими ценами. Графически это будет означать, что кривая AS_1^{sr} сдвинется влево на уровень AS_2^{sr}.

Таким образом, экономика находится в краткосрочном равновесии в любой точке пересечения кривых *AD* и AS^{sr}, тогда как долгосрочное равновесие возникает только в точке пересечения всех трех кривых – *AD*, AS^{sr} и AS^{lr}. Рост спроса имеет лишь временное воздействие на рост производства и дохода, а в долгосрочной перспективе приводит лишь к увеличению общего уровня цен, оставив производство и, как следствие, доход, на прежнем долгосрочном естественном уровне. Следовательно, в модели *AS-AD* долгосрочный рост дохода может быть только в случае принципиальных сдвигов в объеме или качестве задействованных факторов производства. Если рыночная информация совершенна и становится доступной одновременно для всех участников, то рост совокупного спроса просто сразу ведет к росту цен, и промежуточный этап роста производства вообще выпадает. Тем самым временное расширение производства возможно только в силу несовершенства рынка и рыночной информации, которая не доходит одновременно до всех его участников.

РЕЗЮМЕ

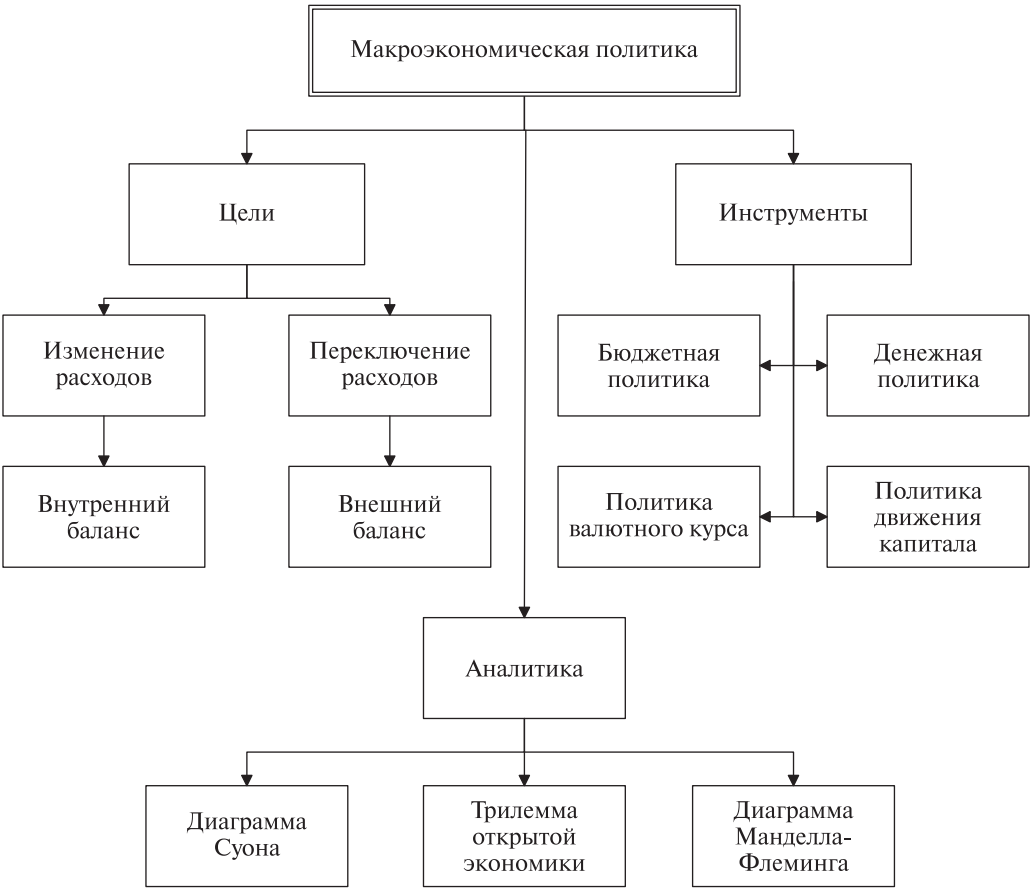
1. Простейшая модель открытой экономики основывается на разработанной Дж. Кейнсом базовой модели доходов и расходов в закрытой экономике через использование механизма мультипликации расходов. Допущения модели включают неполную занятость, постоянство всех цен и отсутствие государственного сектора. В модели закрытой экономики, в которой экспорт и импорт отсутствуют, дополнительные расходы на инвестиции или дополнительные государственные расходы мультиплицируются на величину обратную предельной склонности к сбережениям и приводят к большему росту производства и дохода по сравнению с первоначальным увеличением расходов. В малой открытой экономике, которая связана с остальным миром через экспорт и импорт, но не в состоянии влиять на уровень мировых цен, доход может увеличиться в силу тех же причин, что и в закрытой экономике (рост инвестиций и государственных расходов), но также и в результате роста спроса на ее экспорт со стороны других стран. Рост экспорта приводит к росту доходов, что, наряду с ростом инвестиций и государственных расходов индуцирует рост импорта. Вследствие того, что рост импорта является утечкой средств из экономики, размер мультипликатора в малой открытой экономике всегда меньше, чем в закрытой экономике. Большая открытая экономика не просто связана с остальным миром через внешнею торговлю, но изменения в уровне инвестиций и государственного потребления в ней, и, следовательно, ее уровня дохода, ведут к изменению ее спроса на импорт. Рост доходов в большой стране увеличивает ее импорт, который является экспортом других стран. В результате роста экспорта доход других стран также увеличивается. Их возросший доход индуцирует импорт, который является экспортом большой страны. В результате импульс экономического роста в большой стране распространяется по всему миру.

2. Модель *IS-LM-BP* представляет собой еще одну кейнсианскую по характеру модель открытой экономики и описывает механизм параллельного достижения внутреннего и внешнего баланса. Она ослабляет допущение о неизменности всех цен в экономике, предусматривая изменение процентной ставки и валютного курса. Она показывает такое соотношение уровня реального доходов и реальной процентной ставки, при котором обеспечивается одновременное равновесие в трех секторах: реальном (когда отток средств из системы в виде сбережений и расходов на импорт равен вложениям средств в систему в виде инвестиций и доходов от экспорта); денежном (когда спрос на деньги в транзакционных и спекулятивных целях равняется их предложению); внешнем (когда дефицит текущего (торгового) баланса покрывается чистым притоком краткосрочного капитала из-за рубежа). Дисбаланс в реальном секторе корректируется посредством изменения уровня реального процента, предельной склонности к сбережению, предельной склонности к потреблению и любого компонента автономных расходов (автономного потребления, инвестиций, государственных расходов и чистого экспорта). Дисбаланс в денежном секторе корректируется с помощью изменения уровня реального процента, чувствительности спроса на деньги, предпочтения ликвидности и предложения денег. Дисбаланс во внешнем секторе корректируется через изменение реального процента, степени международной мобильности капитала и уровня курса национальной валюты. Механизм корректировки в модели *IS-LM-BP* во многом зависит от степени международной мобильности капи-

тала, который может характеризоваться полной немобильностью, высокой немобильностью, неполной мобильностью и полной мобильностью.

3. Наконец, модель совокупного спроса и совокупного предложения дополняет модель *IS-LM-BP* возможностью изменения цен во всех трех секторах – реальном, денежном и внешнем. Совокупный спрос представляет собой спрос, предъявляемый на все товары, находящиеся в распоряжении страны (на реальный ВНП), при существующем общем уровне цен. Совокупный спрос имеет разные характеристики в закрытой экономике, в открытой экономике с фиксированным валютным курсом и в открытой экономике с плавающим валютным курсом. Одинаковый по размерам рост общего уровня цен приводит в закрытой экономике к некоторому падению производства и реального дохода, в открытой экономике с фиксированным валютным курсом – к их большему падению, а в открытой экономике с плавающим валютным курсом – к самому большому падению. Эластичность совокупного спроса к изменению цен наибольшая в открытой экономике с плавающим курсом: небольшие изменения общего уровня цен оказывают весьма существенное влияние на совокупный спрос. Совокупное предложение – предложение всех товаров, находящихся в распоряжении страны (производство реального ВНП), при существующем общем уровне цен. Совокупное предложение в долгосрочной перспективе представляет собой не зависящее от общего уровня цен потенциальное предложение товаров, которое можно было бы произвести при максимальном использовании находящихся в распоряжении страны факторов производства (трудовых и природных ресурсов, капитала и технологии). Совокупное предложение в краткосрочной перспективе – текущее предложение всех товаров, находящихся в распоряжении страны, при существующем общем уровне цен. Для возникновения равновесия в модели *AS-AD* совокупный спрос должен быть равен совокупному предложению как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Рост совокупного спроса приводит к временному росту производства и постоянному увеличению уровня цен. Соответственно, сокращение совокупного спроса означает временное падение производства и постоянное снижение цен.

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Бюджетная политика
Внешний баланс
Внутренний баланс
Денежная политика
Диаграмма Манделла – Флеминга
Диаграмма Суона
Макроэкономическая корректировка
Макроэкономический баланс
Политика валютного курса
Политика движения капитала
Политика изменения расходов
Политика переключения расходов
Правило Тинбергена
Распределение политики
Сочетание политик
Устойчивый рост
Эффективная рыночная классификация

10. Макроэкономическая политика в открытой экономике

Цели макроэкономической политики

Цели макроэкономической политики вытекают из ее функций по поддержанию и развитию государственного и частного секторов. Основные цели следующие.

- *Устойчивый рост (sustainable growth)* – реальный экономический рост, который обеспечивает улучшение благосостояния всех членов общества. Обычно считается, что экономический рост ведет к укреплению благосостояния общества в целом, если его темпы превышают темпы роста населения, т.е. являются положительными в расчете на душу населения.
- *Низкая и предсказуемая инфляция (low and predictable inflation)* – темпы роста совокупного уровня цен, которые отражают укрепление общественного благосостояния и не влияют негативно на экономический рост и уровень занятости.
- *Социально приемлемый уровень безработицы (socially acceptable unemployment rate)* – уровень незанятости работоспособного населения, который может устойчиво финансироваться за счет пособий из государственного бюджета и не вести к конфликтам, подрывающим социальную стабильность.

Согласия относительно точных числовых значений устойчивого роста, низкой инфляции и приемлемого уровня безработицы не существует. Более того, они будут специфичными для каждой страны в зависимости от уровня ее экономического развития и положения в экономическом цикле. Обычно правительства стремятся к достижению темпов реального роста, превышающих 4–6% в год, к удержанию инфляции на уровне, близком к 2% в год, и уровня безработицы не более 4–6%.

Макроэкономическая политика считается эффективной, если она обеспечивает:

- *Внутренний баланс (internal balance)* – такой уровень производства и цен, который дает полную занятость труда и других факторов производства, и устойчиво низкий уровень инфляции. Полная занятость обычно характеризуется наличием преимущественно фрикционной безработицы, возникающей в период смены людьми места работы.
- *Внешний баланс (external balance)* – такое положение платежного баланса, которое отражает устойчивую платежеспособность страны и стабильность ее валютного курса.
- *Макроэкономический баланс (macroeconomic balance)* – одновременное достижение внутреннего и внешнего балансов.

Устойчивый внешний баланс может означать дефицит текущего счета платежного баланса, который надежно финансируется притоком капитала по финансовому счету и не ведет к истощению резервов. Или напротив, профицит текущего счета, который ведет к устойчивому оттоку капитала за рубеж и накоплению резервов, но не подрывает внутреннюю макроэкономическую стабильность, разгоняя инфляцию.

В рамках внутреннего баланса наиболее социально значимыми целями являются достижение полной занятости, сокращение безработицы, создание новых рабочих мест и обеспечение стабильности цен через подавление инфляции на фоне сопоставимых со среднемировыми темпами экономического роста. Важнейшей социальной целью макроэкономической корректировки также обычно является и справедливое распределение доходов – понятие, о котором можно спорить. Внешняя сбалансированность означает поддержание такого сальдо текущего баланса, которое может устойчиво финан-

сироваться за счет притока иностранного капитала по финансовому счету и не ведет к потере резервов. Внешняя стабильность предполагает также стабильность или предсказуемость изменения валютного курса, который не нужно искусственно поддерживать через валютные интервенции или ограничения потоков капитала.

Для достижения этих целей в рамках открытой экономики правительство использует две группы инструментов экономической политики – регулирования спроса и регулирования предложения. Регулирование спроса считается наиболее эффективным направлением макроэкономической корректировки и может быть разделено на политику изменения расходов и политику переключения расходов.

@ *Политика изменения расходов (expenditure-changing policies)* – управление совокупным спросом, предусматривающее использование денежной и бюджетной политики в целях достижения внутреннего баланса.

Достижение внутреннего баланса означает сокращение инфляции и безработицы до приемлемого уровня. Для уменьшения инфляции обычно используется жесткая (*tight*) денежная политика, увеличение процентной ставки центральным банком и, как следствие, сжатие денежной массы в реальном выражении. Для сокращения безработицы обычно прибегают к экспансионистской бюджетной политике (*expansionary*), основанной на росте государственных расходов и сокращении налогов, что приводит через механизм мультипликации к росту внутреннего спроса на товары и, как следствие, на труд, необходимый для их производства.

@ *Политика переключения расходов (expenditure-switching policies)* – управление совокупным спросом, предусматривающее использование валютного курса для переключения расходов с иностранных на национальные товары с целью достижения внешнего баланса.

Достижение внешнего баланса обычно означает такой уровень дефицита текущего баланса, который может устойчиво финансироваться притоками капитала без давления на валютный курс. Переключение расходов с помощью изменения уровня валютного курса означает обычно девальвацию (*devaluation*) фиксированного курса, или снижение (*depreciation*) плавающего курса. Падение курса национальной валюты делает иностранные товары дороже в местной валюте, в результате чего национальные потребители переключают свои расходы с иностранных на национальные товары. Это стимулирует внутреннее производство и предложение экспорта, а также сокращает импорт, способствуя снижению дефицита текущего баланса. Возможна также ревальвация (*revaluation*) фиксированного курса или повышение (*appreciation*) плавающего, которая переключает расходы с местных на иностранные товары, приводит к сокращению экспорта и росту импорта и используется для снижения чрезмерно высокого положительного сальдо текущего баланса.

Проблема макроэкономической корректировки возникает, когда под воздействием какого-либо экономического шока экономика выходит из равновесного состояния.

@ *Макроэкономическая корректировка (macroeconomic adjustment)* – приведение экономики в равновесное состояние или в состояние стабильности, когда имеющиеся дисбалансы надежно покрываются гарантированными источниками финансирования.

Макроэкономическая корректировка постоянно осуществляется в любой экономике независимо от действий, предпринимаемых или не предпринимаемых

правительством, как следствие самонастройки рыночной экономики под воздействием базовых сил спроса и предложения. Она может также стать результатом осуществления целенаправленных мероприятий, обычно по решению органов исполнительной власти, для быстрого исправления выявленных дисбалансов (дефицита бюджета или платежного баланса) и достижения других целей экономической политики. Соответственно, макроэкономическая корректировка бывает автоматической и целенаправленной.

• *Автоматическая корректировка (automatic adjustment)* – макроэкономическая корректировка в результате действий экономических законов.

• *Дискреционная корректировка (discretionary adjustment)* – макроэкономическая корректировка путем использования правительством инструментов экономической политики.

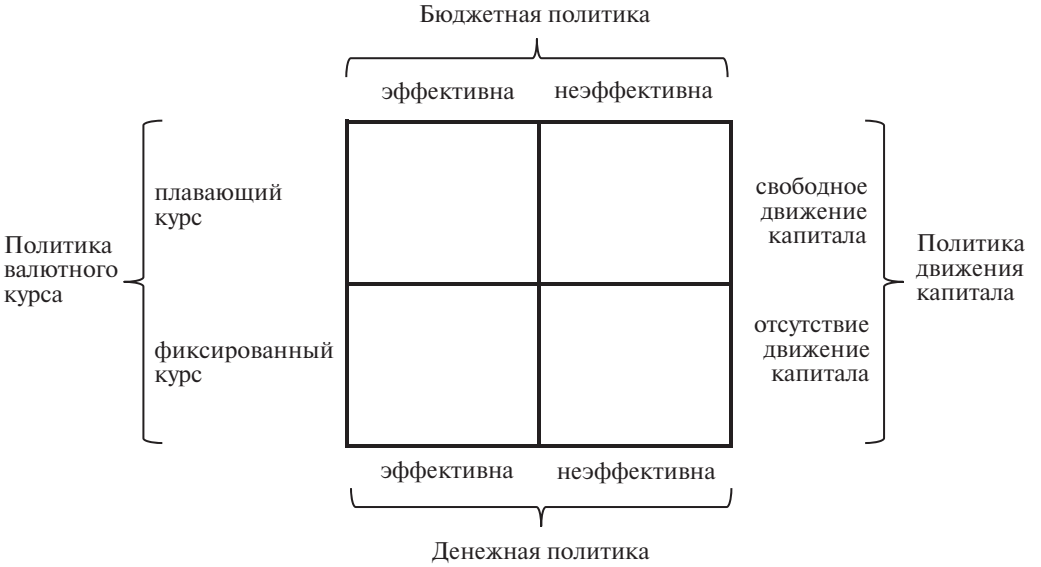
Как автоматическая, так и целенаправленная корректировка может осуществляться в условиях фиксированного и плавающего валютного курса через изменения цен, процентных ставок, дохода. Она может иметь характер срочных одноразовых мер или носить характер долгосрочных преобразований структуры экономики на основе целенаправленной политики приватизации, демонополизации, государственной поддержки наиболее перспективных отраслей и т.д.

Инструменты макроэкономической политики

В зависимости от развития экономической и финансовой ситуации в стране и в международной экономике в целом все правительства на том или ином этапе проводят целенаправленную макроэкономическую политику путем использования имеющихся в их распоряжении инструментов.

В условиях открытой экономики в распоряжении государства имеются **четыре основных инструмента макроэкономической политики** (рис. 10.1).

Рис. 10.1. **Квадрат инструментов макроэкономической политики**



- *Бюджетная политика (fiscal policy)* – регулирование экономики путем изменения чистого государственного потребления товаров, услуг, инвестиций и использования налоговой политики. Осуществляет бюджетную политику министерство финансов.
- *Денежная политика (monetary policy)* – регулирование предложения денег в обращении с целью обеспечения стабильности цен, полной занятости и роста реального объема производства. Осуществляет монетарную политику центральный банк.
- *Политика валютного курса (exchange rate policy)* – режим валютного курса, проводимый страной, механизмы его поддержания и регулирования. Осуществляет политику валютного курса центральный банк.
- *Политика движения капитала (current and financial account policies)* – ограничения на международное движение капитала при расчетах по текущим и капитальным операциям платежного баланса. Осуществляет политику движения капитала центральный банк при содействии министерства финансов.

Глобальные цели макроэкономической политики (рост, стабильность цен и валютного курса, поддержание занятости) дополняются операционными целями, на достижение которых непосредственно направлено использование инструментов макроэкономической политики. В отличие от глобальных целей, сформулированных скорее как политическое намерение, чем практически достижимый результат, операционные цели должны поддаваться статистическому мониторингу. В любой стране публикуются ежемесячные данные об уровне безработицы и инфляции. В большинстве стран есть также ежемесячные данные по основным компонентам платежного баланса, включая текущий счет (в основном данные таможни о торговле товарами), финансовый счет (данные консолидированного баланса коммерческих банков о платежах за рубеж и поступлении платежей из-за рубежа) и валютных резервах (данные ЦБ).

Как видно, операционных целей макроэкономической политики как минимум пять, а может быть и больше, в зависимости от проблем, стоящих перед страной. В то же время основных инструментов, как было показано выше, только четыре (табл. 10.1). Возникает проблема невозможности одновременного достижения всех целей с помощью имеющихся инструментов и распределения инструментов по проблемам (т.н. *assignment problem*).

Таблица 10.1. **Цели и инструменты макроэкономической политики**

Глобальная цель	Операционная цель	Первичный инструмент	Вторичный инструмент
Внутренний баланс	Снижение безработицы	Бюджетная политика	Денежная политика
	Снижение инфляции	Денежная политика	Бюджетная политика
Внешний баланс	Снижение дефицита счета текущих операций	Валютная политика	Бюджетная политика
	Сокращение оттока капитала	Политика движения капитала	Денежная политика
	Поддержание уровня валютный резервов	Денежная политика	Политика движения капитала

Бюджетная и денежная политика находятся под полным контролем властей – министерства финансов и центрального банка. Более того, любое использование страной инструментов бюджетной и денежной политики не оказывает прямого и немедленного влияния на другие страны. В то же время политика валютного курса и движения капитала также находится под контролем властей, однако любые изменения в этой политике окажут прямое и немедленное воздействие на интересы стран-партнеров по экономическому взаимодействию. Поэтому если в случае бюджетной и денежной политики власти страны могут действовать самостоятельно, то при изменениях в валютной политике или политике движения капитала они обязаны учитывать влияние, которое такие изменения окажут на другие страны.

Распределение ролей между различными инструментами обычно таково, что для достижения целей внутреннего баланса используются инструменты, находящиеся под полным контролем властей, а учета интересов других стран не требуется (различные комбинации бюджетной и денежной политики). Достижение внешнего баланса обеспечивается преимущественно с помощью инструментов, учитывающих интересы других стран (валютная политика и политика движения капитала).

Инструменты макроэкономической политики не изолированы друг от друга. Одни инструменты считаются первичными, но их применение дополняется одним из вторичных для решения данной проблемы инструментом. Например, снижение безработицы является в основном проблемой бюджетной политики (решается обычно за счет расширения государственных расходов), но может потребовать использования инструментов монетарной политики (увеличение кредита частному сектору). Сокращение дефицита текущего баланса обычно рассматривается как проблема валютной политики (решается за счет девальвации валютного курса), однако параллельно могут применяться инструменты бюджетной политики (сокращение дефицита бюджета).

Для анализа целей и инструментов макроэкономической политики можно использовать модели функционирования открытой экономики – доходов и расходов, *IS-LM-BP* и *AS-AD*. Кейнсианские в своей основе, они описывают исходные условия, при которых должно одновременно соблюдаться внутреннее и внешнее равновесие, и механизмы их достижения (табл. 10.2).

Целенаправленная макроэкономическая корректировка предполагает использование правительством инструментов экономической политики для достижения поставленных целей. В подавляющем большинстве случаев это инструменты бюджетной, денежно-кредитной или валютной политики. В рамках модели *IS-LM-BP* это хорошо видно, если снова выписать условия равновесия на каждом из трех рынков (табл. 10.3).

Поскольку условия равновесия выражены как прямая или обратная функциональная зависимость между реальным доходом Y и процентом r, типа $Y = f(r)$ или $r = f^{-1}(Y)$, то необходимо различать два случая.

- Если экономика находится в состоянии равновесия в точке пересечения всех трех кривых (*IS, LM, BP)*, то при изменении дохода и процента нарушаются условия равновесия в каждом из трех секторов, что показывает движение вдоль каждой из трех кривых. В случае прямой функции $Y = f(r)$ реальный процент является инструментом достижения цели изменения реального дохода, в случае обратной функции или $r = f^{-1}(Y)$ реальный доход может считаться инструментом изменения уровня реального процента. Изменения в доходе и проценте не ведут к изменениям наклона или положения

Таблица 10.2. **Структура теоретических моделей открытой экономики**

		Модель доходов и расходов	Модель *IS-LM-BP*	Модель *AD-AS*
Допущения	Цены	Фиксированные		Плавающие
	Валютный курс	Фиксированный	Фиксированный/Плавающий	
	Процент	Фиксированный	Плавающий	
Инструменты		Государственные расходы (потребление и инвестиции)		
		Налоги		
			Процент	
			Предложение денег	
			Валютный курс	
Цели		Рост дохода		
		Сокращение инфляции		
		Устойчивость бюджета		
		Сбалансированность платежного баланса		

Таблица 10.3. **Цели и инструменты макроэкономической политики**

Сектор	Кривая	Условие равновесия	Цели	Инструменты
Реальный	*IS*	$I(r) + X(e) + G = S(Y) + IM(Y, e)$	Y, r	G, e
Денежный	*LM*	$M_T^d(Y, e) + M_L^d(r) = M^s$	Y, r	M^s, e
Внешний	*BP*	$X(e) - IM(Y, e) = FI(r)$	Y, r	e

кривых, но могут выступать в качестве инструментов экономической политики, которыми правительство может манипулировать для достижения желаемых целей.

- Если же макроэкономическое равновесие отсутствует, то правительственные расходы G, предложение денег M^s и курс национальной валюты e могут считаться инструментами экономической политики (эндогенными переменными модели), которые напрямую зависят от действий правительства страны и центрального банка. Заметим, что правительственные расходы включены только в условие равновесия в реальном секторе и воздействуют только на кривую *IS*; предложение денег включено только в условие равновесия в денежном секторе и воздействует только на кривую *LM*; курс национальной валюты включен в условия равновесия во всех трех секторах и поэтому воздействует на три кривые – *IS*, *LM* и *BP*.

Диаграмма Суона

Цели, которые может ставить перед собой правительство, и средства их достижения в самом общем плане могут быть описаны с помощью диаграммы, названной в честь австралийского экономиста Тревора Су-

Биографическая вставка 2.1

Тревор Суон (Trevor Swan), 1918–1989

Австралийский экономист. Известен новаторскими работами по теории макроэкономического (внутреннего и внешнего) баланса, написанной в 1955 г., но опубликованной только в 1963 г.; неоклассической теории роста, опубликованной в 1956 г.; макроэкономическому моделированию. За работы в этих же областях, опубликованные позже, Солоу, Клейн и Манделл получили Нобелевские премии.

Суон преподавал в австралийских, английских и американских университетах, а также активно участвовал в разработке практических рекомендаций для австралийской экономической политики, в частности в области денежно-кредитной политики и упрощения системы налогообложения. Его считают «дуайеном австралийских экономистов».

Основные работы: Longer Run Problems of the Balance of Payments, 1963, in H.W. Arndt and W.M. Corden (eds.), The Australian Economy, Sydney: Cheshire (в виде меморандума распространена в мае 1955 г.); Economic Growth and Capital Accumulation // Economic Record, 1956, 32, 334–361; Economic Growth // Economic Record, 2002, 78, 375–380, написана в 1956 г.)

Сайт: www.crawford.anu.edu.au

она, впервые ее предложившего[1] (*биографическая вставка 10.1*).

@ *Диаграмма Суона (Swan diagram)* – иллюстрация целенаправленной корректировки открытой экономики, показывающая механизм одновременного достижения внутреннего и внешнего баланса путем изменения внутренней абсорбции и валютного курса.

Суон рассматривал макроэкономическое равновесие как одновременное обеспечение равновесия в национальной экономике (внутреннего баланса) и в платежном балансе (внешний баланс). Внутренний баланс определяется в данном случае как полный (неинфляционный) уровень занятости, а внешний баланс – как такой дефицит текущего счета, который в среднесрочной перспективе может устойчиво финансироваться за счет потоков по финансовому счету. Это приводит к балансу по внешним платежам, без накопления или сокращения валютных резервов.

Доход (ВВП) в сбалансированной экономике (Y) равен расходам на личное потребление (C), инвестиции (I) и разность экспорта (X) и импорта (IM):

$$Y = C + I + X - Im.$$

Если назвать абсорбцией все внутренние расходы резидентов на потребление и инвестиции $A = C + I$, а разность экспорта и импорта – текущим или торговым балансом $CAB = X - Im$, предположив, что чистые трансферты и чистые переводы дохода равны нулю, то равенство приобретает упрощенный вид: $Y = A + CAB$. Из этого равенства видно, что, с одной стороны, при неизменном уровне дохода $Y = Const$ увеличение абсорбции должно неминуемо сопровождаться ростом дефи-

[1] Swan T.W. 1963. Longer Run Problems of the Balance of Payments // Arndt H.W., Corden W.M. (eds.). The Australian Economy, Sydney: Cheshire. В виде меморандума распространена в мае 1955 г.

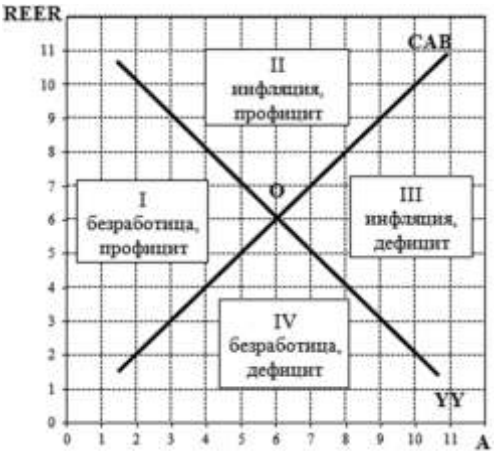
цита текущего баланса и, напротив, увеличение положительного сальдо текущего баланса должно вести к снижению внутренней абсорбции. Соответственно, способом ликвидации дефицита текущего счета является сокращение внутренней абсорбции, тогда как профицит текущего счета позволяет увеличивать внутреннюю абсорбцию.

С другой стороны, состояние текущего счет зависит от реального эффективного валютного курса (*REER*). По мере повышения *REER* экспорт сокращается, а импорт растет, что приводит к ухудшению текущего баланса. При снижении *REER* экспорт растет, а импорт сокращается, что улучшает текущий баланс.

Взаимосвязь между абсорбцией и валютным курсом показана на рисунке 10.2. Движение вправо по оси *A* означает рост абсорбции, влево – ее падение. Движение вверх по оси *REER* означает падение стоимости национальной валюты, движение вниз – рост стоимости национальной валюты.

Кривая *CAB* показывает все имеющиеся сочетания валютного курса и внутренней абсорбции, при которых обеспечивается текущий баланс. Она имеет положительный угол наклона, поскольку

Рис. 10.2. **Макроэкономический баланс: диаграмма Суона**



в результате девальвации растет экспорт и сокращается импорт (текущий баланс улучшается), что должно быть перекрыто соответствующим ростом внутренней абсорбции, приводящей к увеличению импорта настолько, чтобы текущий баланс остался в равновесии. Если при снижении курса произойдет больший, чем нужно для равновесия, рост абсорбции, возникнет дефицит текущего счета (все точки справа от кривой *CAB*), если меньший – профицит (все точки слева от кривой *CAB*). Необходимо особо отметить, что девальвация приводит к улучшению текущего счета только в том случае, если сумма абсолютных значений эластичности национального спроса на импорт и иностранного спроса на национальный экспорт больше единицы, т.е. выполняется условие Маршалла – Лернера.

Кривая *YY* показывает все имеющиеся сочетания валютного курса *REER* и внутренней абсорбции *A*, при которых обеспечивается внутренний баланс. Она имеет отрицательный наклон, поскольку в результате снижения курса улучшается текущий счет, что означает рост экспорта и падение импорта и, следовательно, сокращение внутренней абсорбции. Если при снижении курса произойдет меньшее, чем нужно для равновесия, сокращение абсорбции, спрос превысит предложение и возникнет инфляция (все точки справа от кривой *YY*), если большее, то, напротив, предложение превысит спрос и возникнет безработица (все точки слева от кривой *YY*).

Одновременное равновесие внутреннего и внешнего балансов достигается только в точке *O*, на пересечении кривой внутреннего баланса *YY* и кривой внешнего баланса *CAB*. Слева от кривой внутреннего баланса находятся сегменты I и IV, в которых экономика находится в дисбалансе, приводящем к неполной занятости, безработице; справа от нее располагаются сегменты II и III, в которых также внутренний баланс нарушается и возни-

кает инфляция. Слева от кривой внешнего равновесия находятся сегменты I и II, в которых текущий баланс положителен, а справа – сегменты III и IV, в которых он отрицателен. Конечной целью макроэкономической корректировки является одновременное достижение внутреннего и внешнего баланса в точке *O*.

Инструментов экономической политики, которые можно использовать в данном случае, два. Это – изменение абсорбции, что на практике означает только изменение государственных расходов на потребление и инвестиции, поскольку частный сектор не управляется правительством и корректирует свои расходы только в ответ на изменение относительных цен. Это также ведет к изменению реального эффективного валютного курса, что на практике означает девальвацию или ревальвацию фиксированного курса и удорожание или удешевление плавающего курса методами денежной политики.

Использование тех или иных инструментов экономической политики или их сочетания в критической степени зависит от того, в каком сегменте находится конкретная страна на диаграмме Суона. Практически все возможные варианты их расположения показаны в виде циферблата часов (рис. 10.3).

- Если экономика разбалансирована, но находится в точках 3, 6, 9 или 12, то для достижения одновременно внутреннего и внешнего баланса в точке *O* ей достаточно использовать всего один инструмент экономической политики. При нахождении в точке 9, т.е. имея профицит текущего баланса и безработицу, надо просто увеличить внутреннюю абсорбцию, например государственные расходы, с A_1 до A_2. Аналогичным образом, если страна находится в точке 6 и разбалансированность заключается в существовании дефицита текущего баланса и безработицы, то для обеспечения макроэкономического равновесия достаточно девальвировать валютный курс с $REER_1$ до $REER_2$.

- Если экономика находится в точках 1.30 и 7.30, или 4.30 и 10.30, т.е. имеет место только внутренний или внешний баланс, государство может также использовать лишь один инструмент макроэкономической политики для достижения макроэкономического равновесия (рис. 10.4). Например, в точке 10.30

Рис. 10.3. **Использование одного инструмента экономической политики**

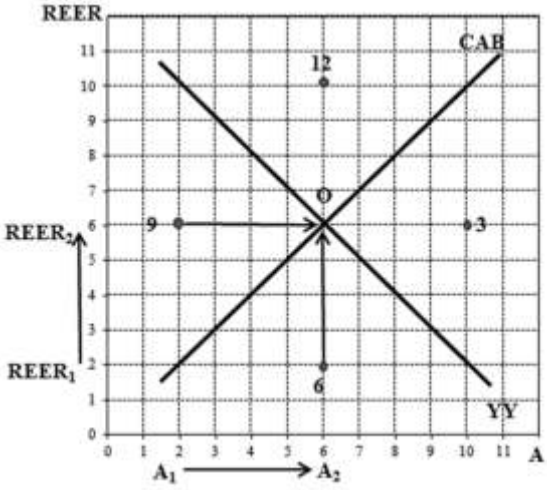
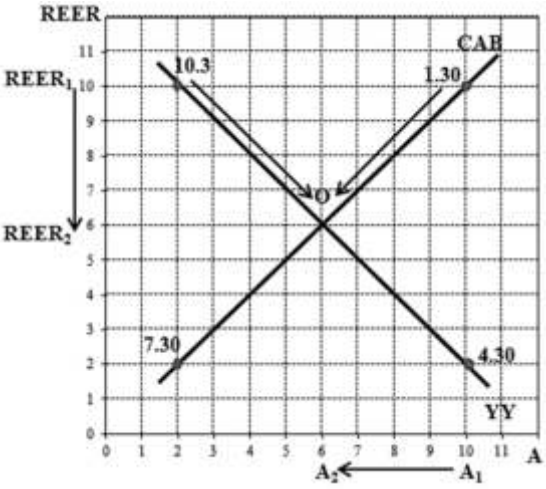


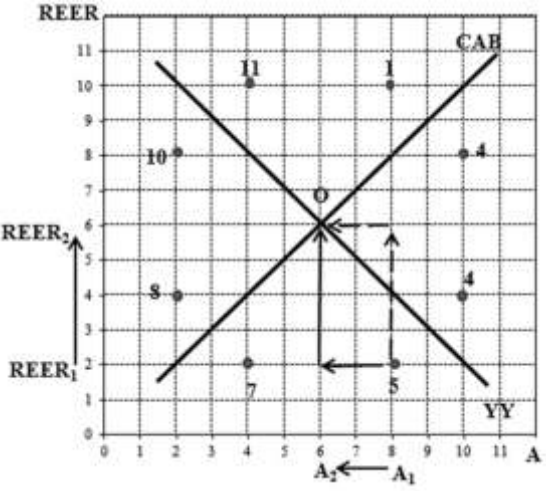
Рис. 10.4. **Использование одного инструмента экономической политики**



в стране обеспечен внутренний баланс, но имеется существенный профицит текущего счета. Все, что надо сделать в этом случае – ревальвировать валютные курс в с $REER_1$ до $REER_2$. Если экономика находится в точке 1.30, т.е. внешние платежи полностью сбалансированы, но инфляция высока, правительство должно сократить внутреннюю абсорбцию с A_1 до A_2.

• Однако в подавляющем большинстве случаев, экономическая разбалансированность будет иметь два измерения. Если страна находится в любой из точек 1, 2, 4, 5, 7, 8, 10 или 11, то для достижения макроэкономического баланса в точке 0 ей потребуется использовать минимум два инструмента экономической политики (рис. 10.5). Например, при нахождении в точке 5 в стране наблюдается дефицит

Рис. 10.5. **Последовательное использование инструментов экономической политики**

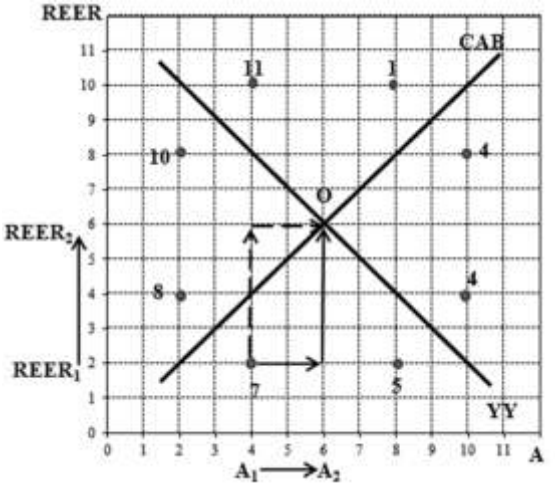


текущего баланса и безработица. Для обеспечения макроэкономического баланса власти могут выбрать два пути. Первый показан сплошными стрелками – сначала надо сократить абсорбцию, например, с помощью уменьшения дефицита бюджета через снижение государственных расходов или увеличения налогов, затем девальвировать курс. При использовании инструментов экономической политики в такой последовательности правительство сначала усугубляет уже существующую проблему безработицы, но потом решает обе проблемы за счет девальвации. Второй вариант показан штриховыми стрелками – сначала девальвируется курс, а уже потом сокращается абсорбция. Очевидно, что второй вариант более предпочтителен. Девальвация приведет к временному всплеску инфляции, поскольку точка дисбаланса временно перемещается в третий квадрант, но затем инфляция будет подавлена путем сокращения абсорбции.

- В случае если разбалансированная экономика находится в точке 7, проблемы, стоящие перед ней такие же, как и в предыдущем в случае – дефицит текущего счета и безработица (рис. 10.6). Имеющиеся в распоряжении властей инструменты те же – политика валютного курса и бюджетная политика, которая влияет на абсорбцию. Однако предпочтительная последовательность использования инструментов иная. Первый вариант показан сплошными стрелками – сначала увеличивают абсорбцию, затем снижают курс. Второй вариант показан штриховыми стрелками – сначала понижают курс, затем увеличивают абсорбцию. В данном случае более предпочтителен первый вариант: рост абсорбции способствует снижению безработицы, затем снижение курса выправляет текущий баланс. Второй вариант ведет сначала к возможно ненужному профициту текущего баланса, поскольку промежуточное равновесие передвигается в первый квадрант и только затем к макроэкономическому балансу за счет роста абсорбции, которая одновременно ликвидирует безработицу и устраняет временный профицит текущего счета.

- Наконец, возможно, что правительство использует оба инструмента одновременно. Причем направление их использования опять-таки зависит от положения в разбалансированной экономике.

Рис. 10.6. **Последовательное использование инструментов экономической политики**



В точках 2 и 4 проблемы одни и те же, поскольку обе точки находятся в одном и том же квадранте III, – высокая инфляция и непереносимый дефицит текущего счета (рис. 10.7). В любом случае снижать инфляцию придется за счет сокращения абсорбции. Однако, если страна находится в точке 2, то одновременно придется повысить валютный курс, а если в точке 4, то, напротив, курс надо будет снизить. Почему?

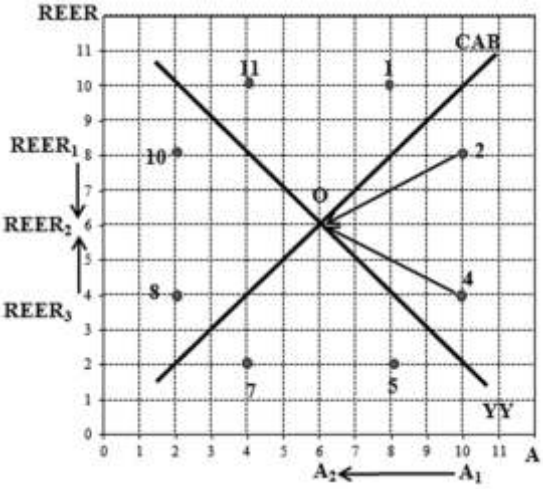
В точке 2 проблема инфляции стоит перед страной намного острее, чем проблема дефицита текущего счета, поскольку точка 2 значительно дальше от кривой *YY*, чем от *CAB*. Следовательно, оба инструмента макроэкономической политики должны быть направлены прежде всего на решение проблемы инфляции и лишь затем – проблемы текущего дефицита. Соответственно, сокращение абсорбции за счет снижения бюджетного дефицита, который позволяет подавить инфляцию, порождаемую внутренними факторами, дополняется ростом валютного курса, снижающим цену на импортные товары и услуги, что позволит сократить инфляцию порождаемую внешними факторами.

В точке 4 проблемы у страны те же, но их относительная роль в макроэкономическом дисбалансе иная. Основной проблемой является непереносимый дефицит текущего счета, который просто не может быть профинансирован за счет притока капитала по финансовому счету, и страна теряет валютные резервы. В то же время инфляция, хоть и имеет место, но не столь болезненна для экономики как дефицит текущего счета. Графически это соотношение проблем показано бóльшим расстоянием между точкой 4 и кривой *CAB*, чем до кривой *YY*. Чтобы решить основную проблему дефицита текущего счета власти страны должны одновременно сократить абсорбцию и дополнить эту меру снижением курса национальной валюты. Это стимулирует экспорт и увеличит стоимость импорта, что позволит улучшить текущий баланс.

Анализ этой сильно упрощенной графической модели открытой экономики позволяет сделать ряд важных выводов относительно макроэкономической политики, а также определить следующее:

- Какие две из четырех проблем (дефицит или профицит текущего баланса,

Рис. 10.7. **Одновременное использование инструментов экономической политики**



инфляция или безработица) и в каком сочетании являются наиболее важными для страны. Очевидно, что страна, находящаяся в квадрантах III или IV, испытывает наибольшие экономические трудности, поскольку вынуждена иметь дело одновременно с непереносимым (*unsustainable*) дефицитом текущего счета и серьезным внутренним дисбалансом в форме высокой инфляции либо высокой безработицы.

- Что количество инструментов экономической политики, находящихся в распоряжении властей, должно быть не меньше количества экономических проблем, которые они пытаются решить. Обычно для одновременного решения двух проблем нужно иметь как минимум два независимых инструмента, например, политику валютного курса и бюджетную политику.

- Что существует примерная последовательность использования инструментов, не приводящая к усугублению существующих проблем в процессе их исправления. Как общее правило, первым должен быть задействован тот инструмент, который не приводит пусть даже к временному нарушению внутреннего дисбаланса. Обычно вопросы, связанные с безработицей и высокой инфляцией, куда более важны в социальном плане для страны и для политиков, чем разбалансированность счета текущих операций.

- Какие инструменты должны быть задействованы в большей степени для исправления существующих дисбалансов. Если внутренний дисбаланс считается более серьезным (страна расположена в точке, которая дальше от кривой *YY*, чем от кривой *CAB*), скорее всего использование инструмента бюджетной политики должны быть более интенсивным, чем изменение валютного курса.

- Какую именно комбинацию политики изменения расходов (за счет изменений в бюджете) и переключения расходов (за счет изменения валютного курса) необходимо проводить для одновременного обеспечения внутреннего и внешнего балансов – сокращение/рост бюджетных расходов и девальвацию/ревальвацию.

- Что существует только один структурно правильный уровень валютного курса. Если страна придерживается политики фиксированного валютного курса, но его уровень переоценен и соответствует точке 2 (рис. 10.7), то внутренний баланс может быть достигнут только при условии существования огромного дефицита текущего баланса (точка 4.30), а внешний баланс – при большой безработице (точка 7.30). Оба баланса одновременно при переоцененном валютном курсе недостижимы.

При всей интуитивной притягательности и простоте использования, диаграмма Суона имеет серьезные ограничения. Во-первых, зачастую трудно точно установить, в каком квадранте находится страна. Если дефицит или профицит текущего счета виден из ее платежного баланса, то страна может испытывать одновременно высокую инфляцию и высокую безработицу. В этом случает приходится полагаться на интуитивное представление о том, какая из двух проблем серьезнее. Во-вторых, несмотря на то что кривые *YY* и *CAB* образуют симметричные квадранты, на практике их наклоны и, следовательно, взаиморасположение неизвестны и могут быть с большой степенью условности оценены эконометрическими методами. Например, при высокой эластичности *CAB* небольшое снижение валютного курса потребует существенного роста внутренней абсорбции для поддержания макроэкономического равновесия. В-третьих, она указывает направление действия инструментов политики, но не позволяет точно определить, каковы должны быть размеры последовательного или параллельного изменения валютного курса и абсорбции для достижения рав-

новесия. Наконец, в-четвертых, многие страны придерживаются политики фиксированного валютного курса, а страны с плавающим курсом зачастую не хотят активно влиять на его уровень. В этих условиях в распоряжении правительства фактически остается один инструмент – бюджетная политика, с помощью которой изменяется внутренняя абсорбция. Однако, используя этот инструмент, нельзя одновременно достичь обоих целей макроэкономической политики, денежная же политика в качестве инструмента экономической политики вообще не рассматривается.

Диаграмма Манделла – Флеминга

Проблема достижения макроэкономического баланса в условиях невозможности использовать уровень валютного курса в качестве инструмента макроэкономической политики была обозначена британским экономистом Дж. Флемингом и решена канадским экономистом Дж. Манделлом (*биографическая вставка 10.2*). В начале 1960-х гг. в условиях господства системы фиксированных валютных курсов они показали, как можно, не трогая валютный курс, достичь одновременно внутреннего баланса за счет использования бюджетной политики и внешнего баланса за счет использования только денежной политики. Ими была расширена трактовка внешнего баланса до масштабов платежного баланса страны в целом, а для осуществления целенаправленной макроэкономической корректировки используются инструменты как бюджетной, так и денежной политики. Валютный курс полагается фиксированным, цены, как и прежде, неизменными.

@ *Диаграмма Манделла – Флеминга (Mundell – Fleming Model)* – иллюстрация целенаправленной корректировки открытой экономики, показывающая механизм одновременного достижения внутреннего и внешнего баланса путем использования инструментов денежной и бюджетной политики.

Графическое представление модели несколько схоже с диаграммой Суона. Графическое поле также разбивается на четыре квадранта кривыми внутреннего баланса *YY* и внешнего баланса *BP*, который в данном случае включает весь платежный баланс и эквивалентен кривой *BP* из *IS-LM-BP* модели (рис. 10.8). Но в данном случае на горизонтальной оси показывается государственные расходы (*G*), являющиеся инструментом бюджетной политики, или дефицит государственного бюджета, а на вертикальной – процентная ставка (*r*), являющаяся инструментом денежной политики. Движение вправо по горизонтальной оси означает экспансионистскую бюджетную политику – рост бюджетных расходов и/или сокращение налогов; движение влево – рестриктивную бюджетную политику – сокращение расходов и/или рост налогов. Движение вверх по вертикальной оси означает увеличение процентной ставки центральным банком, означающее жесткую денежную политику, приводящую к сжатию денежной массы; движение вниз по вертикальной оси – снижение процентной ставки, т.е. мягкую денежную политику, приводящую к росту денежной массы.

Кривая *YY* показывает такое сочетание бюджетной и денежной политики, которое приводит к внутреннему балансу, определенному выше. Она имеет положительный наклон, поскольку для его поддержания экспансионистская бюджетная политика, сдвигающая любую точку на кривой, показывающей внутренний баланс, вправо, должна быть частично компенсирована жесткой денежной политикой, возвращающей ее назад на кривую *YY*. Иначе говоря, рост бюджетных расходов ведет к инфляции спроса, которая нейтрализуется рестриктивной денежной политикой. Справа от кривой *YY*

Биографическая вставка 10.2

Джон Маркус Флеминг (J. Marcus Fleming), 1911–1976

Известный английский экономист, сотрудник МВФ. Окончил Эдинбургский университет по специальностям история и политическая экономия, а также несколько позже Лондонскую школу экономики. С 1935 г. работал в секретариате Лиги Наций. Во время второй мировой войны служил в британском министерстве по экономическим вопросам войны, в аппарате кабинета министров. В послевоенные годы был членом британской делегации на Сан-Франциской мирной конференции 1945 г., подготовительной комиссии по созданию ООН в 1946 г., подготовительной комиссии Конференции по международной торговле 1947 г. В 1951–1954 гг. преподавал в Колумбийском университете. С 1954 г. работал в МВФ, где прошел путь от начальника отдела до замдиректора исследовательского департамента, куда позже поступил на работу Р. Манделл. Книг практически не писал. Однако многие статьи, особенно написанные в 1962 г., в период работы в МВФ, стали классическими.

Основные публикации: On Making the Best of Balance of Payments Restrictions on Imports // Economic Journal, 1952. March. No 61. P. 48–71; International Liquidity: Ends and Means. IMF Staff Papers, 1961. Dec. No 8. P. 439–463; Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates. IMF Staff Papers, 1962. Nov. P. 369–379; Essays in International Economics, 1971; International Aspects of Inflation'VAnflation Theory and Anti-inflation Policy, 1977; Essays on economic policy, 1978.

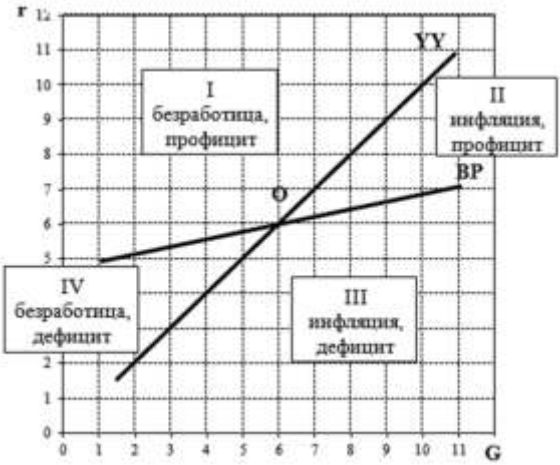
Роберт Манделл (Robert Mundell), род. 1932

Канадский профессор экономики. Закончил Университет Британской Колумбии, Массачусетский технологический институт, Лондонскую школу экономики. С конца 1950-х гг. преподавал в университетах Канады, США, Италии, Швейцарии. С 1974 г. – профессор экономики Колумбийского университета в США. В 1966–1971 гг. редактировал престижный «Journal of Political Economy». В 1961–1963 гг. работал старшим экономистом МВФ под руководством Дж. Флеминга, где они совместно разработали модель принципов корректировки открытой экономики. В свободное от преподавания время занимается живописью, теннисом, хоккеем, лыжами и историей искусств: зимой – в Нью-Йорке, а летом – в Palazzo Mundell в Италии.

Основные публикации: The appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability // IMF Staff Papers. 1962. March. P. 70–77; The International Monetary System: Conflict and Reform, 1965; Man and Economics, 1969; International Economics, 1968; Monetary Theory: Interest, Inflation and Growth in the World Economy, 1971; Do exchange rates work?: another view, 1991

Сайт: www.columbia.edu

Рис. 10.8. **Макроэкономический баланс: диаграмма Манделла-Флеминга**



находятся сегменты внутреннего дисбаланса II и III, в которых экономика испытывает высокую инфляцию, слева – сегменты I и IV, где экономика в силу недостаточных государственных расходов оказывается перед проблемой безработицы.

Кривая *BP* показывает сочетание денежной и бюджетной политики, которые обеспечивают сбалансированность платежного баланса, его равенство нулю. Она также имеет положительный наклон в силу следующих причин. Экспансионистская бюджетная политика сдвигает кривую *BP* вправо и приводит к дефициту текущего баланса, поскольку повышает доходы и, следовательно, финансируемый ими государственный импорт при неизменном размере экспорта. Для сбалансирования платежного баланса и предотвращения потери резервов денежная политика должна быть ужесточена. ЦБ увеличивает процентную ставку, что стимулирует дополнительный приток капитала из-за рубежа, который и профинансирует дефицит текущего счета и вернет платежный баланс в равновесное состояние. Справа от *BP* кривой находятся сегменты внешнего дисбаланса III и IV, в которых экономика имеет большой дефицит платежного баланса, поскольку процентная ставка ниже, чем нужно для обеспечения притока капитала и достижения равновесия. Слева от *BP* находятся сегменты I и II, в которых экономика оказывается перед лицом положительного сальдо платежного баланса, ибо процентная ставка выше, чем нужно для равновесия, что вызывает излишний приток капитала.

Таким образом, экономическое содержание сегментов I–IV, показывающих всевозможные макроэкономические дисбалансы, и в диаграмме Суона, и в диаграмме Манделла – Флеминга практически одинаково. Точка *O* означает единственное положение экономики, в котором она находится во внутреннем и внешнем равновесии.

Предполагается, что эластичность по проценту кривой *BP* всегда больше, чем у кривой *YY*, поскольку изменение процентной ставки оказывает большее влияние на внешний, чем на внутренний баланс. Причины этого следующие. Изменение процентной ставки оказывает на внутренний баланс только прямое воздействие: ее рост приводит к сокращению инвестиций. В то же время изменение процентной ставки оказывает на платежный

баланс как прямое, так и косвенное воздействие. Прямое, поскольку рост процентной ставки непосредственно стимулирует приток капитала. Косвенное, поскольку ее рост сокращает инвестиции, что тормозит экономический рост и уменьшает уровень дохода страны, а это, в свою очередь, ведет к сокращению импорта. Тем самым для достижения внешнего баланса денежная политика, оперирующая через изменение процентной ставки, более эффективна по сравнению с бюджетной политикой, которая более эффективна для достижения внутреннего баланса.

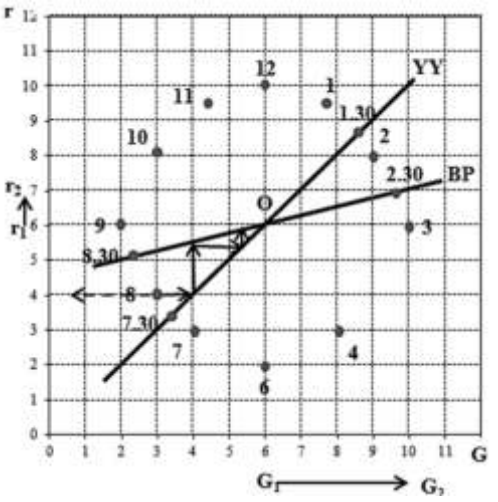
Например, как видно из рисунка 10.9, чтобы перейти от точки равновесия *O* на уровень нового внешнего равновесия на кривой *BP* непосредственно над точкой 3, требуются незначительное повышение процентной ставки с r_1 до r_2 и весьма существенный рост бюджетных расходов с G_1 до G_2. Напротив, чтобы перейти от точки равновесия *A* на уровень нового внутреннего равновесия на кривой *YY* непосредственно над точкой 2, требуются весьма незначительное повышение бюджетных расходов с G_1 до G_2 и весьма существенный рост процентной ставки с r_1 до r_2.

В диаграмме Манделла – Флеминга «часы», показывающие все возможные варианты макроэкономических дисбалансов, приобретают, как видно из рисунка, несколько искаженный вид. При этом при фиксированном валютном курсе инструментов для вывода экономики из дисбаланса только два – денежная и бюджетная политика.

- Если страна находится в точках 3, 6, 9 или 12, т. е. точно напротив снизу/ сверху справа/слева от точки *O*, то для достижения баланса в точке *O* ей достаточно использовать всего один инструмент экономической политики. Например, находясь в точке 9, т.е. имея профицит платежного баланса и безработицу, для достижения макроэкономического равновесия стране всего-навсего надо увеличить государственные расходы. Аналогичным образом, находясь в точке 6 (дефицит платежного баланса и инфляция), достаточно увеличить процентную ставку. Очевидно, что такие «чистые» дисбалансы крайне маловероятны.

- Если страна находится в точках 1.30, 2.30, 7.30 или 8.30, то для достижения баланса в точке *O* ей потребуется использо-

Рис. 10.9. **Использование инструментов макроэкономической политики**



вать уже минимум два инструмента экономической политики. Например, находясь в точке 2.30, т.е. имея сбалансированный платежный баланс, но внутренний дисбаланс в форме инфляции, власти страны должны не только существенно сократить государственные расходы, но и несколько снизить процентную ставку. Аналогичным образом, находясь в точке 7.30 (внутренняя сбалансированность на фоне дефицита платежного баланса), недостаточно просто увеличить процент для обеспечения притока капитала, надо еще и повысить бюджетные расходы.

- Если страна находится в точках 1, 2, 3, 4, 7, 8, 10 или 11, то для достижения макроэкономического баланса в точке *O* она воспользуется как минимум двумя инструментами экономической политики, но ей потребуется уже несколько этапов. Например, находясь в точке 8, страна испытывает дефицит платежного баланса и безработицу. Увеличивая бюджетные расхода, она сначала достигнет промежуточного внутреннего баланса, двигаясь к *O* поэтапно в направлении сплошной стрелки. Затем, увеличивая процентную ставку, добьется промежуточного равновесия платежного баланса. На следующем этапе, опять добавляя государственные расходы, она возвратится к внутреннему равновесию. Процесс корректировки продолжается, пока страна не достигнет общего равновесия в *O*. Власти, конечно, могут предпринять обратную последовательность действий и постараться достичь сначала внешнего баланса за счет рестриктивной бюджетной политики в направлении пунктирной стрелки. Это, кончено, можно сделать, но только ценой высокой безработицы, отдалив страну от общего баланса в точке *O*. Проблема заключается в том, что затем уже никакая – ни жесткая, ни мягкая – денежная политика не сможет привести страну в состояние баланса. Аналогичным образом, испытывая в точке 2 инфляцию на фоне профицита платежного баланса, правительство для выправления ситуации должно опять-таки использовать денежную политику для достижения внешнего баланса и затем бюджетную – для обеспечения внутреннего.

Как следует из диаграммы Манделла – Флеминга, в зависимости от конфигурации конкретных экономических проблем страны их можно исправить с помощью одного инструмента, а также последовательного или параллельного использования различных инструментов экономической политики. При этом последовательность крайне важна, поскольку если этого не учитывать, то можно только усугубить экономические проблемы, отдалив страну от макроэкономического баланса. Решение макроэкономических проблем страны возможно только при использовании двух инструментов, находящихся под непосредственным контролем властей, – монетарной и бюджетной политики, не прибегая к изменению валютного курса, который полагается фиксированным.

Оптимальное сочетание политик

В условиях существования нескольких целей макроэкономической политики и нескольких инструментов их достижения встает закономерный вопрос: какие инструменты должны быть использованы для достижения каких целей, в какой комбинации и последовательности.

@ *Сочетание политик (policy mix)* – комбинация и последовательность использования инструментов для решения задач экономической политики.

Как уже отмечалось, в распоряжении правительства имеются четыре основных инструмента макроэкономической политики. Для достижения множественных целей, которые стоят перед страной, правительство может задействовать все ин-

струменты одновременно, либо в некоторой последовательности. Если все инструменты используются одновременно, возникает закономерный вопрос о нацеливании определенных инструментов на решение конкретных проблем. При их последовательном использовании речь идет о числе возможных перестановок без повторений ($P_4 = 4! = 24$).

Для определения оптимального сочетания инструментов экономической политики обычно используются несколько эмпирически подтвержденных правил.

- Количество целей не может превосходить количество имеющихся инструментов.
- Для достижения каждой цели надо использовать, по меньшей мере, один основной и один вспомогательный инструмент.
- Действие каждого инструмента должно быть направлено на ту цель, в достижении которой его использование наиболее эффективно.
- Из четырех инструментов, бюджетная и денежная политика являются наиболее гибкими, и могут использоваться многократно в течение года.
- Валютная политика и политика движения капитала считаются наименее гибкими, поскольку в интересах поддержания макроэкономической стабильности установленные режимы валютного курса и движения капитала обычно меняются редко.

На необходимость координации количества имеющихся целей макроэкономической политики с количеством имеющихся в распоряжении властей инструментов первым указал Дж. Мид в 1951 г.[1] Эмпирически закономерность взаимосвязи количества целей макроэкономической политики и имеющихся инструментов их достижения установил на основе принципов линейного программирования голландский экономист Я. Тинберген[2] (*биографическая вставка 10.3*).

@ *Правило Тинбергена (Tinbergen's Rule)* – для достижения определенного количества экономических целей необходимо использовать такое же или большее количество инструментов макроэкономической политики.

Например, в рамках диаграммы Суона достижение двух целей – внутреннего и внешнего баланса – в реальной жизни требует одновременного использования некоторой комбинации валютной и бюджетной политики. Более того, весьма желательно иметь, скажем, две цели и три или более инструментов, поскольку использование одних из них, как будет далее показано, может частично гасить положительный эффект других. Применение меньшего количества инструментов вообще не гарантирует достижение цели, хотя при благоприятных обстоятельствах это может произойти, если, например, как в первом рассмотренном случае в диаграмме Суона, страна находится точно в точке 3, 6, 9 или 12, что крайне маловероятно.

@ *Распределение политики (policy assignment)* – закрепление экономических инструментов за решением определенных проблем экономической политики.

Простое связывание инструментов и целей может оказаться неэффективным, если какой-либо инструмент окажется плохо приспособленным для решения поставленной задачи. Например, как было показано на примере диаграммы Манделла – Флеминга, правильный выбор инструментов еще недостаточен для гарантированного достижения макроэкономического баланса. Равновесие в точ-

[1] Meade J. The Balance of Payments, 1951. Oxford: Oxford University Press.

[2] Tinbergen J. On the Theory of Economic Policy, 1952. Amsterdam: North Holland.

Биографическая вставка 10.3

Ян Тинберген (Jan Tinbergen), 1903–1993

Крупнейший голландский экономист, первый из экономистов, получивший Нобелевскую премию в 1969 г. Родился в академически одаренной семье: его младший брат получил Нобелевскую премию в области биологии в 1973 г., еще один брат является ученым-зоологом с мировым именем. Сам Ян в 1929 г. окончил университет по специальностям математическая физика и экономика, защитив диссертацию по вопросам нахождения экстремальных значений функций. До 1945 г. работал в Центральном статистическом бюро, некоторое время в секретариате Лиги Наций. В 1945–1955 гг. был директором голландского Центрального планового бюро, после ухода из которого стал профессором в Нидерландской школе экономики. В 1966–1975 гг. был председателем Комитета ООН по планированию развития. Вклад Тинбергена в экономическую науку огромен. Он один из первых еще в 1930-е гг. стал статистически проверять теоретические закономерности и начал строить макроэкономические эконометрические модели, основанные на линейных дифференциальных уравнениях. Совместно с И. Фишером, Р. Фришем, Г. Хаберлером стоял у истоков создания Эконометрического общества. Во время директорства в Центральном плановом бюро он определил и описал принципы взаимосвязи экономических целей и инструментов экономической политики, доказав, что для достижения определенного числа макроэкономических целей необходимо использовать не меньшее число инструментов экономической политики. Книга «Экономическая политика: принципы и дизайн» (1956 г.) стала классикой. На последнем этапе жизни уделял особое внимание проблеме «Север – Юг», возглавлял подготовку знаменитого доклада Римскому клубу в 1976 г. Положения теоретических работ Тинбергена характеризуют его как приверженца экономической политики «малых шагов» и чувства меры.

Основные публикации: Prosperity and Depression, 1937; Statistical Testing of Business Cycle Theories, 1939; On the Theory of Economic Policy, 1952; Centralization and Decentralization in Economic Policy, 1954; Economic Policy: Principles and Design, 1956; The Design of Development, 1958; Mathematical Models of Economic Growth, 1962 (русский перевод изд-ва «Прогресс», 1967); Development Planning, 1967; Reshaping the international order: a report to the Club of Rome (coordinator), 1976 (русский перевод изд-ва «Прогресс», 1980); Income Distribution: Analysis and Policy, 1975; World security and equity, 1990; Production, income and welfare: the search for an optimal social order, 1985; Tinbergen lectures on economic policy / Ed. by A. Knoester. – A.H.E.M. Wellink, 1993.

Сайт: www.nobelprize.org

ке *O* возможно, но только если внутренний баланс будет достигнут с помощью бюджетной политики, а внешний – денежной.

@ *Эффективная рыночная классификация (effective market classification)* – принцип, в соответствии с которым каждый инструмент экономической политики должен быть максимально задействован в решении тех задач макроэкономической корректировки, где его использование наиболее эффективно.

В простейшем случае при фиксированном валютном курсе и фиксированных

ценах бюджетная политика обычно используется для обеспечения внутреннего баланса, а денежная политика – внешнего баланса. В реальности валютный курс может быть плавающим или меняться по решению денежных властей, а цены всегда колеблются под воздействием спроса и предложения. Если целями экономической политики одновременно являются уменьшение инфляции, снижение безработицы и сокращение дефицита платежного баланса, то эффективная рыночная классификация может выглядеть так: денежная политика используется для подавления инфляции, бюджетная политика – для увеличения занятости, а политика валютного курса – для устранения дефицита платежного баланса.

Одновременное использование двух и более инструментов экономической политики может привести к тому, что вместо того, чтобы усиливать взаимный эффект, они могут его частично гасить. Наиболее типичным примером служит эффект вытеснения (*crowding out effect*), например, расходов или инвестиций. Так при немобильном капитале рост государственных расходов ведет к росту процентной ставки, что вытесняет инвестиции. Рост чистых иностранных активов в составе денежной массы может частично вытеснить чистый внутренний кредит. Рост кредита государству – вытеснить кредит частному сектору.

Правила выбора оптимального сочетания той или иной политики имеют ряд ограничений на практике. Во-первых, в большинстве случаев у правительства обычно значительно больше целей, нежели имеется инструментов для их достижения. Оно часто пытается решать задачи одновременно, не осознавая, что для этого просто нет необходимого количества инструментов. Вариантом решения является последовательность в достижении целей. Во-вторых, четкое различие между целями и инструментами не всегда можно установить, более того, они могут противоречить друг другу. Например, рост бюджетных расходов – мощнейший инструмент стимулирования экономического развития, который ведет к дефициту бюджета, а если он профинансирован кредитами центрального банка, то может быть причиной инфляции, и его ликвидация также является целью экономической политики. В-третьих, законодательно в большинстве стран центральный банк независим от правительства, что делает сложным координацию денежной и бюджетной политики. В-четвертых, ужесточение денежной политики путем повышения процентной ставки далеко не всегда приводит к долгосрочному приливу капитала из-за рубежа, достаточному для финансирования дефицита платежного баланса и выправления внешнего дисбаланса. Точно также увеличение государственных расходов совсем необязательно приводит к желаемому снижению безработицы.

Трилемма открытой экономики

В открытой экономике у экономических властей, как правило, больше целей, чем инструментов, имеющихся в их распоряжении.

Например, они могут столкнуться с тремя желательными, но одновременно недостижимыми, целями, а именно необходимостью: (i) поддерживать фиксированный обменный курс; (ii) использовать преимущества свободного международного движения капитала; (iii) проводить эффективную монетарную политику для достижения экономических целей. Или в качестве альтернативы: (i) поддерживать гибкий обменный курс; (ii) использовать преимущества международной мобильности капитала; (iii) проводить эффективную бюджетную политику. Однако страны могут одновременно выбрать только две цели, но никак не все три. Этот феномен стал известен как «трилемма откры-

той экономики» (*open economy trilemma*) или «невозможная троица» (*impossible trinity*). Данное явление имеет монетарное и бюджетное измерения.

Монетарное измерение трилеммы в условиях открытой экономики можно проиллюстрировать следующим образом. Весь спектр вариантов экономической политики, имеющихся в распоряжении властей, можно изобразить в виде перевернутого треугольника (рис. 10.10), каждая сторона и противоположная вершина которого отражают все возможные варианты политики: от эффективной денежно-кредитной политики до полностью неэффективной, от гибкого валютного курса до фиксированного курса, от полной мобильности капитала до его полной немобильности. Власти могут проводить эффективную денежно-кредитную политику при двух комбинациях политики: при режиме гибкого валютного курса и полной мобильности капитала (показан как стороны треугольника) или фиксированного валютного курса и полной немобильности капитала (показан пунктирным прямоугольником в верхней части рисунка). Другие две комбинации вариантов политики – при фиксированном валютном курсе и полной мобильности капитала (показан пунктирным прямоугольником слева) и гибком валютном курсе и полной немобильности капитала (показан пунктирным прямоугольником справа) – делают денежно-кредитную политику неэффективной.

Бюджетное измерение трилеммы можно представить следующим образом. Как и в случае денежно-кредитной политики (рис. 10.11), каждая сторона и противо-

Рис. 10.10. **Трилемма денежной политики в отрытой экономике**

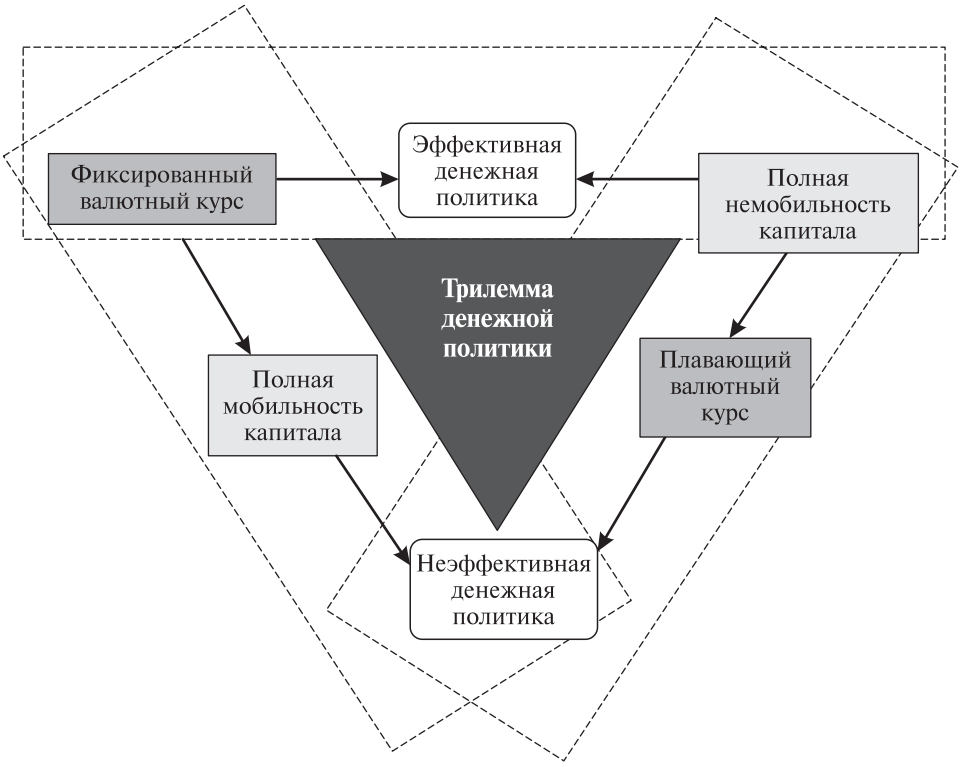
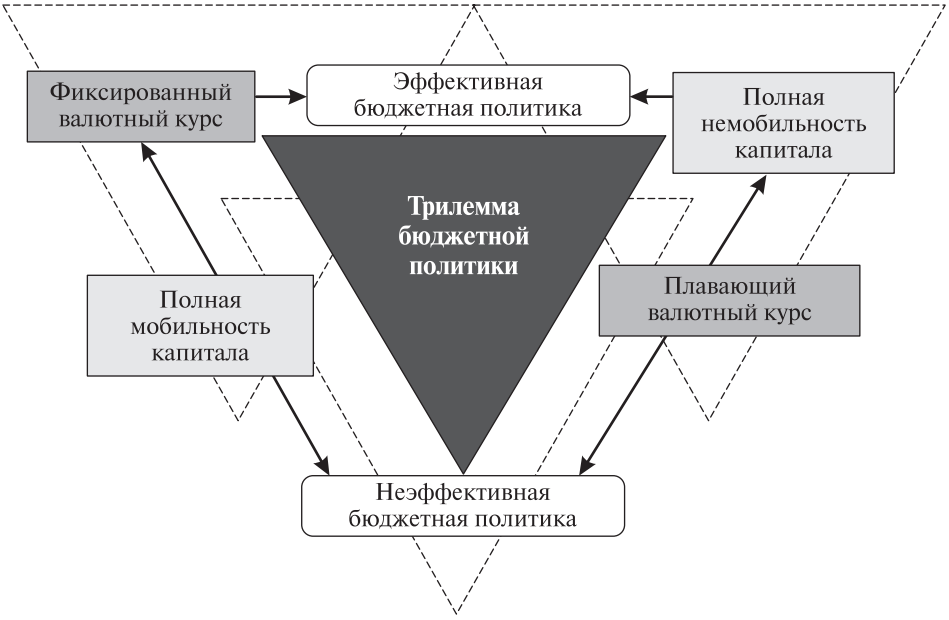


Рис. 10.11. **Трилемма бюджетной политики в отрытой экономике**



лежащая вершина в перевернутом треугольнике отображает диапазон вариантов экономической политики, имеющихся в распоряжении экономических властей: от эффективной бюджетной политики до полностью неэффективной, от гибкого валютного курса ло фиксированного, и от полной мобильности капитала до его полной немобильности. Власти могут проводить эффективную бюджетную политику только в двух случаях: при режиме гибкого валютного курса и полной немобильности капитала (показан верхним правым пунктирным треугольником) или при режиме фиксированного валютного курса и полной мобильности капитала (показан левым верхним пунктирным треугольником). Другие две комбинации вариантов политики – фиксированного валютного курса и полной немобильности капитала (показан вершинами центрального треугольника) и гибкого курса и полной мобильности капитала (показан нижним пунктирным треугольником) – делают бюджетную политику неэффективной.

Как видно, в открытой экономике существуют три основных инструмента макроэкономической политики – бюджетная, денежно-кредитная и валютная. Из трилеммы следует, что экономические власти страны должны сначала определить два приоритетных для них инструмента, которым они хотят пользоваться, и согласиться с тем, что третий из них будет неэффективным. Например, из двух представленных вариантов трилеммы, эффективность каждого из инструментов макроэкономической политика в открытой экономике критически зависит от выбранного страной режима курса национальной валюты. В последующих параграфах будут рассмотрены два крайних варианта – макроэкономическая политика при режиме фиксированного и плавающего валютного курса.

РЕЗЮМЕ

1. Глобальными целями макроэкономической политики являются обеспечение устойчивого роста, низкой и предсказуемой инфляции, и социально приемлемого уровня безработицы. Глобальные цели дополняются операционными целями, для достижения которых используются инструменты макроэкономической политики. Главной задачей целенаправленной макроэкономической политики в открытой экономике является одновременное достижение внутреннего и внешнего балансов, одновременное обеспечение которых означает существование макроэкономического баланса. Для реализации этой цели в распоряжении правительства имеются две группы инструментов экономической политики: регулирования спроса и регулирования предложения. Регулирование спроса считается наиболее эффективным направлением макроэкономической корректировки и может быть разделено на политику изменения расходов, предусматривающую сокращение или расширение расходов с целью достижения внутреннего баланса, и политику переключения расходов, предусматривающую маневрирование валютным курсом для переключения расходов между иностранными и национальными товарами.

2. В условиях открытой экономики в распоряжении государства имеются четыре основных инструмента макроэкономической политики: бюджетная, денежная, валютного курса и движения капитала. Бюджетная и денежная политика находятся под полным контролем властей. Использование страной инструментов бюджетной и денежной политики не оказывает прямого и немедленного влияния на другие страны. Политика валютного курса и движения капитала также находится под контролем властей, однако любые ее изменения окажут прямое и непосредственное воздействие на интересы стран. Потому, если в случае бюджетной и денежной политики власти страны могут действовать самостоятельно, то при изменениях в валютной политике или политике движения капитала они обязаны учитывать влияние таких изменений на другие страны.

3. Диаграмма Суона – это аналитический инструмент, показывающий сочетание внутренней абсорбции и валютного курса, при которых текущий баланс и внутренний баланс находятся в равновесии. Диаграмма позволяет определить проблемы (дефицит или профицит текущего счета, инфляцию или безработицу) и их сочетание, которые должны быть решены правительством в первую очередь. Она показывает также, что количество инструментов экономической политики, находящихся в распоряжении властей, должно быть не меньше количества экономических проблем, которые они пытаются решить. Более того, диаграмма позволяет установить примерную последовательность использования этих инструментов. Наконец, она также позволяет определить, какие инструменты должны быть задействованы в большей степени для исправления существующих дисбалансов. Диаграмма показывает, какую именно комбинацию политики изменения и переключения расходов необходимо проводить для одновременного обеспечения внутреннего и внешнего балансов. Их нее также следует, что существует только один уровень валютного курса, который отражает фундаментальные экономические показатели.

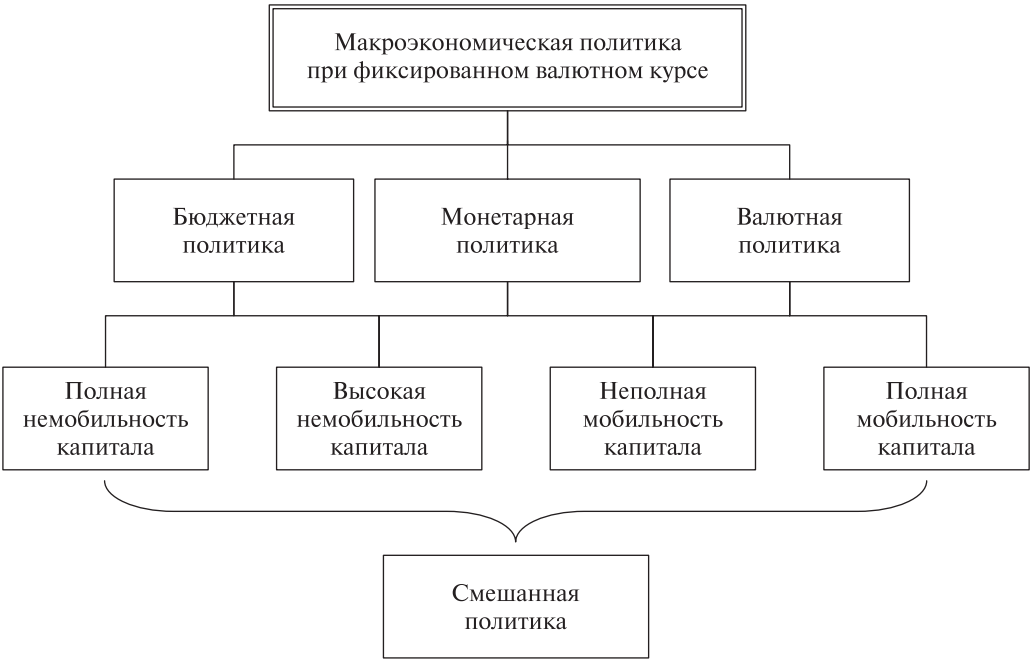
4. Диаграмма Манделла – Флеминга – это аналитический инструмент, показывающий сочетание бюджетной и денежной политики, которое приводит к внешнему и внутреннему балансу. Она

показывает, что в зависимости от конфигурации конкретных экономических проблем их можно исправлять путем использования только одного инструмента экономической политики или последовательного или параллельного применения нескольких инструментов экономической политики. Причем последовательность использования инструментов крайне важна, поскольку если она неправильная, то это может привести к противоположному результату, усугубить макроэкономические проблемы и отдалить страну от достижения макроэкономического баланса. Наконец, диаграмма Манделла – Флеминга также показывает, что решение макроэкономических проблем страны возможно с использованием только монетарной и бюджетной политики, которые находятся под непосредственным контролем властей и не оказывают непосредственного влияния на другие страны, не прибегая к изменению валютного курса, от чего могут пострадать страны-партнеры.

5. Для определения оптимального сочетания и последовательности использования инструментов экономической политики применяются только эмпирически подтвержденные правила: количество целей макроэкономической политики не может превышать количество имеющихся в распоряжении властей инструментов (правило Тимбергена); для достижения каждой цели берется, по меньшей мере, один основной и один вспомогательный инструмент (распределение политики); действие инструмента должно быть направлено на ту проблему, в решении которой его использование наиболее эффективно (эффективная рыночная классификация).

6. Трилемма открытой экономики заключается в том, что одновременное достижение правительствами трех целей макроэкономической политики невозможно. Речь идет о поддержании фиксированного режима валютного курса, использовании преимуществ международного движения капитала и проведении эффективной денежно-кредитной политики или, альтернативно, поддержании гибкого обменного курса, использовании преимущества международной мобильности капитала и проведении эффективной бюджетной политики.

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Эффект вытеснения
Эффект жесткости цен
Эффект роста

11. Макроэкономическая политика при фиксированном валютном курсе

Для достижения макроэкономических целей правительство может использовать три инструмента макроэкономической политики – бюджетную, монетарную и валютную. Корректировка может осуществляться в рамках широкого спектра политики правительства конкретной страны по отношению к движению капитала – от полной свободы до полного запрета и в условиях как фиксированного, так и плавающего валютного курса. Корректировка при сочетании любого из этих инструментов с каждым из типов политики движения капитала и валютного курса имеет

свои особенности. Более того, наряду с крайними существуют многочисленные промежуточные варианты экономической политики (ползущая фиксация валютного курса, частичные ограничения на международное движение капитала и т.д.), которые придают макроэкономической политике определенную специфику.

Рассмотрим сначала действие инструментов макроэкономической политики в условиях фиксированного валютного курса, проиллюстрировав их на примере разобранных выше моделей *IS-LM-BP* и *AS-AD*. Принципиальное различие между ними заключается в том, что в модели *IS-LM-BP* все цены подаются фиксированными и использование правительством инструментов макроэкономической политики имеет непосредственное воздействие на изменение *реальных величин* – реального ВВП, реального процента, реального потребления и т.д. Это означает, что действия правительства не могут привести к росту или сокращению инфляции. В то же время в рамках модели *AS-AD* цены могут изменяться. В результате использование правительством инструментов макроэкономической политики оказывает влияние на *номинальные величины* – номинальный ВВП, номинальный процент, номинальное потребление и т.д. Это означает, что действия правительства могут привести только к изменению реальных показателей экономики без какого-либо воздействия на инфляцию; к изменению инфляции без какого-либо воздействия на реальные экономические показатели или некоторой комбинации изменения реальных величин и инфляции.

Напомним, что при фиксированном валютном курсе положение кривой *BP* не меняется вследствие использования бюджетных и монетарных инструментов макроэкономической политики. Однако кривая *BP* движется при использовании валютных инструментов. Исходное положение кривой *BP* в критической степени зависит от того, какая политика проводится страной в отношении международного движения капитала. Как уже было показано, для капитала может быть характерна полная немобильность (кривая *BP* вертикальная), высокая немобильность (наклон кривой *BP* значителен и больше, чем кривой *LM*), неполная мобильность (наклон кривой *BP* незначителен и меньше, чем кривой *LM*) и полная мобильность (кривая BP горизонтальна).

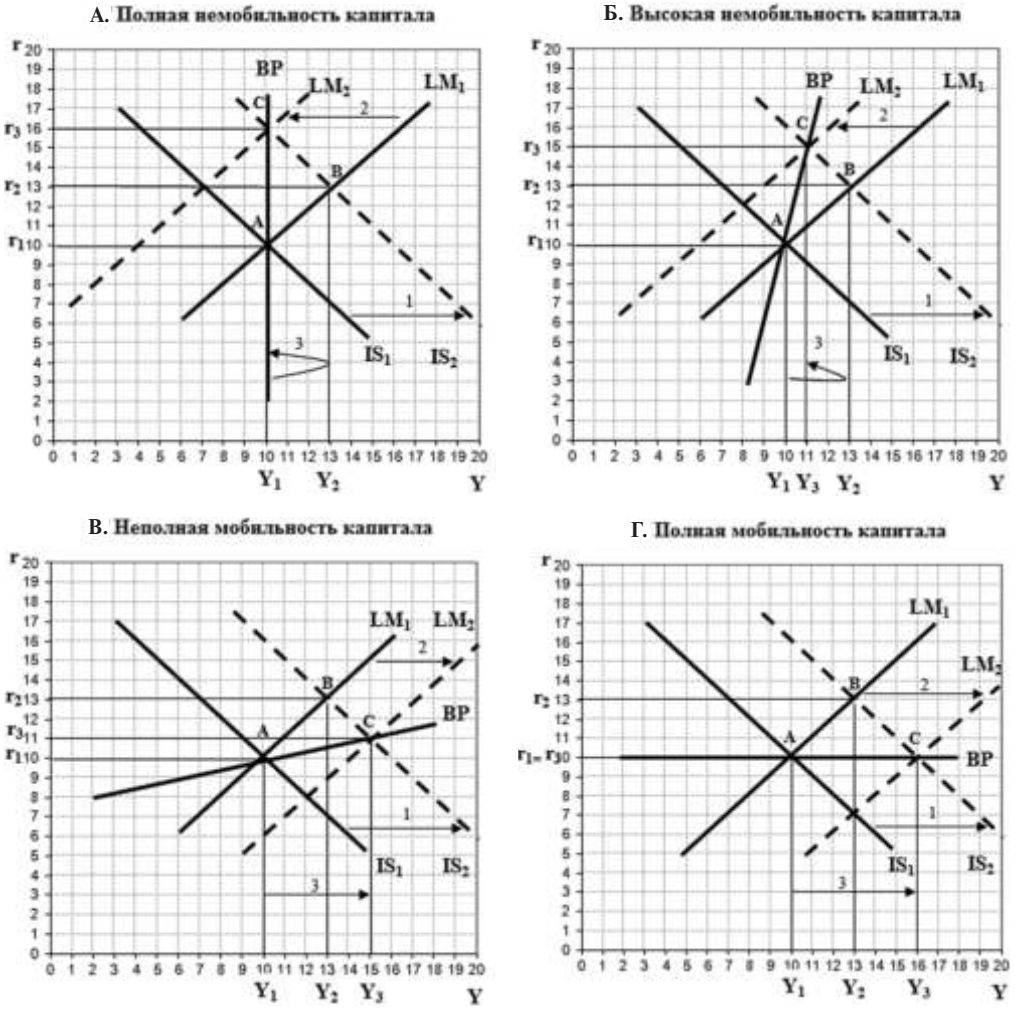
Обычно целенаправленная корректировка осуществляется в два этапа: на первом правительство дает ей импульс через применение одного или нескольких инструментов экономической политики, а затем происходит цепная реакция автоматической макроэкономической корректировки, которая осуществляется уже независимо от решений правительства под воздействием объективных закономерностей.

Бюджетная политика

При использовании бюджетной политики первоначальный импульс обычно заключается в росте государственных расходов, сокращении налогов, или некоторой комбинации этих мер, обычно ведущих к увеличению дефицита государственного бюджета.

Пусть страна находится в состоянии макроэкономического баланса в точке *A*. Содержание первого этапа корректировки неизменно: правительство считает необходимым стимулировать экономику путем увеличения государственных расходов или снижения налогов (стрелка 1 на рис. 11.1А, Б, В, Г). Рост государственного спроса немедленно сказывается на реальном секторе, увеличивая совокупные расходы и уровень дохода, причем на размер роста государственных расходов, помноженных на мультипликатор открытой экономики. Кривая IS_1, обозначающая условие равновесия в ре-

Рис. 11.1. **Бюджетная политика при фиксированном валютном курсе**



альном секторе, перемещается вправо на уровень кривой IS_2, показывая рост реального производства и дохода с Y_1 до Y_1. Рост производства ведет к росту спроса в транзакционных целях на деньги, которые его обслуживают. Поскольку предложение денег ограничено центральным банком, рост спроса на них вызывает рост процентной ставки до r_2.

В закрытой экономике такое расширение государственных расходов, также как и любого другого компонента автономных расходов, означало бы возникновение нового макроэкономического равновесия в точке *B* при уровне дохода Y_2, но при возросшей реальной процентной ставке r_2. В условиях отрытой экономики корректировка на этом не закончится. Ее последствия (стрелки 2 и 3 на рис. 11.1А, Б, В, Г) ключевым образом зависят от того, какая политика проводится в стране относительно международного движения капитала. Рассмотрим все четыре случая.

а) Полная немобильность капитала (рис. 11.1А). Капитал вообще не реагирует на изменение процентной ставки (кривая *BP* вертикальная), прилив и отток капитала из страны в ответ на изменение ее внутренней процентной ставки перекрыт. Внутренняя процентная ставка сильно отличается от среднемировой. В открытой экономике с полностью немобильным капиталом повышение внутренних доходов ведет к росту импорта, в результате чего возникает дефицит платежного баланса (точка *B* находится справа от *BP*). Рост импорта повысит спрос импортеров на иностранную валюту, что создаст понижающее давление на курс национальной валюты. Поскольку курс фиксированный, для его поддержания центральный банк будет вынужден продавать иностранную валюту из государственных резервов, покупая национальную валюту и сокращая тем самым денежную массу. Это приведет к перемещению кривой LM_1 влево, пока она не выйдет на уровень LM_2 (стрелка 2). Первоначально возросший с Y_1 до Y_2 уровень доходов опять сократится до Y_1 (стрелка 3). Экономика вернется в равновесие в точке *C*, но при значительно более высоком уровне процентной ставки r_3 и неизменившемся уровне дохода Y_1.

Рост процентной ставки, спровоцированный ростом спроса на деньги при их неизменном предложении, вытесняет инвестиции и чистый экспорт. Частные инвестиции сокращаются потому, что при возросшем проценте заемный капитал становится дороже. Чистый экспорт сокращается, поскольку вследствие роста дохода растет импорт. Потребление и занятость остаются прежними в абсолютном выражении, но их структура изменяется – доля государственного потребления увеличивается, а инвестиций и частного потребления сокращается. Таким образом, при фиксированном валютном курсе и полной немобильности капитала бюджетная политика может быть абсолютно неэффективным инструментом целенаправленной макроэкономической корректировки.

б) Высокая немобильность капитала (рис. 11.1Б). В этом случае капитал слабее реагирует на изменение процентной ставки по сравнению с денежной массой (кривая *BP* расположена выше кривой LM_1). Приток и отток капитала из страны хотя и возможны, но сильно ограничены, в результате чего внутренняя процентная ставка все-таки отличается от среднемировой. Рост импорта вследствие расширения государственных расходов и роста дохода опять приведет к возникновению дефицита платежного баланса, повысит спрос импортеров на иностранную валюту, что окажет понижающее давление на курс национальной валюты. Поскольку некоторая мобильность капитала возможна, частично, но далеко не полностью спрос на валюту будет компенсирован притоком краткосрочного капитала, привлеченного возросшей процентной ставкой. Для поддержания фиксированного валютного курса правительство вынуждено будет скупать национальную валюту за счет валютных резервов, сокращая предложение денег. Это, как и в первом случае, станет перемещать кривую LM_1 влево, пока она не выйдет на уровень LM_2 (стрелка 2). Первоначально возросший с Y_1 до Y_2 уровень доходов опять сократится, но только до уровня Y_3 (стрелка 3). Экономика окажется в равновесии в точке *C*, при более высоком уровне процентной ставки r_3 и несколько возросшем уровне дохода Y_3.

Рост процентной ставки, спровоцированный ростом спроса на деньги при их неизменном предложении, вытеснил часть частного потребления и инвестиций, но эта величина меньше роста государственных расходов. Несмотря на то что эффект вытеснения инвестиций присутствует, влияние роста государственных расходов на уровень дохода перекрывает

этот отрицательный эффект. Возможность некоторого перелива краткосрочного капитала в этом случае означает, что вытеснение внутренних инвестиций будет неполным, поскольку процентная ставка хотя и возрастет, но не до столь высокого уровня, как в предыдущем случае. Таким образом, при фиксированном валютном курсе и высокой немобильности капитала бюджетная политика может использоваться в качестве инструмента целенаправленной макроэкономической корректировки в краткосрочном плане, но ее эффективность весьма ограничена.

в) Неполная мобильность капитала (рис. 11.1В). Капитал более чувствителен к изменению процентной ставки, чем денежная масса (кривая *BP* расположена ниже кривой LM_1). Приток и отток капитала из страны разрешены, хотя и несколько ограничены. Внутренняя процентная ставка незначительно отличается от среднемировой. Вследствие роста государственных расходов и дохода, а также спроса на деньги внутренняя процентная ставка растет, но одновременно растет и приток капитала из-за рубежа, который перекрывает рост расходов на импорт товаров, из-за чего возникает положительное сальдо платежного баланса (точка *B* находится слева от кривой *BP*). Рост притока капитала оказывает повышающее давление на курс национальной валюты (стрелка 2). Для поддержания фиксированного валютного курса центральный банк вынужден скупать излишнюю иностранную валюту в государственные резервы, продавая национальную валюту и увеличивая тем самым денежную массу. Это переместит кривую LM_1 вправо на уровень LM_2. Рост предложения денег сократит процентную ставку с r_2 до r_3 (стрелка 2). В результате первоначально возросший с Y_1 до Y_2 уровень доходов возрастет еще сильнее – до Y_3. Экономика придет в равновесие в точке *C* при несколько возросшем уровне процента r_3, но существенно увеличившемся уровне дохода (стрелка 3).

Эффект вытеснения инвестиций хотя изначально и присутствует вследствие роста процента, но полностью погашается стимулирующим эффектом от расширения денежной массы в результате притока иностранного капитала и последующего снижения процента, что стимулирует инвестиции. Таким образом, при фиксированном валютном курсе и неполной мобильности капитала бюджетная политика является эффективным инструментом целенаправленной макроэкономической корректировки.

г) Полная мобильность капитала (рис. 11.1Г). В этом случае капитал немедленно реагирует на изменение процентной ставки (кривая *BP* горизонтальна). Приток и отток капитала из страны ничем не ограничены. Внутренняя процентная ставка практически равна среднемировой. Поскольку ограничений на перемещение капитала нет, его приток из-за рубежа увеличивается, как только в результате роста спроса на деньги процентная ставка возрастет до r_2, полностью перекрывая рост расходов на импорт товаров, из-за чего возникает положительное сальдо платежного баланса. Рост притока капитала оказывает сильное давление на курс национальной валюты в сторону его повышения. Для поддержания валютного курса центральный банк вынужден активно скупать излишнюю иностранную валюту в государственные резервы, продавая национальную валюту, увеличивая тем самым предложение денег. Это переместит кривую LM_1 вправо на уровень LM_2 (стрелка 2). Рост предложения денег сократит процентную ставку с r_2 до $r_3 = r_1$. В результате доход возрастет с Y_1 до Y_3. Экономика придет в равновесие в точке *C* при неизменном уровне процентной ставки (стрелка 3). Рост процентной ставки, спровоцированный ростом спроса на деньги, и эффект вытеснения

инвестиций были полностью погашены последующим сокращением процентной ставки из-за расширения денежной массы.

Схематически макроэкономическое воздействие бюджетной политики можно представить следующим образом:

$$\uparrow G \Rightarrow \uparrow C \Rightarrow \uparrow Y \Rightarrow \uparrow M^D \Rightarrow \uparrow r \Rightarrow \downarrow I \Rightarrow \downarrow Y$$
$$\Rightarrow \uparrow FI \Rightarrow \uparrow M^s \Rightarrow \downarrow r \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y$$

Как видно, при применении бюджетной политики как инструмента макроэкономической корректировки в модели *IS-LM-BP* возникают два эффекта.

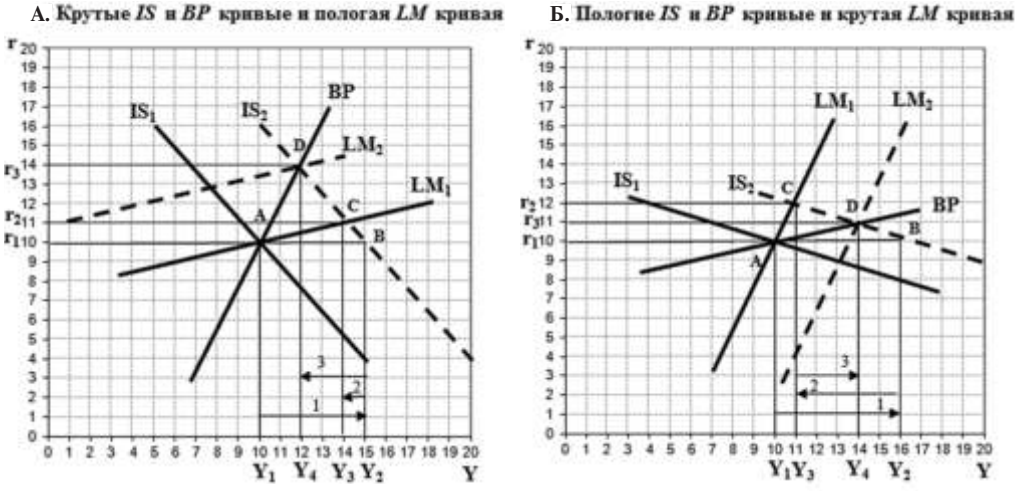
- *Эффект роста (growth effect)* – увеличение реального производства и дохода вследствие расширения государственного спроса.
- *Эффект вытеснения (crowding out effect)* – сокращение реального производства и дохода из-за вытеснения частных инвестиций государственными расходами.

Во всех случаях мобильности капитала, кроме первого (его полной немобильности), эффект вытеснения инвестиций и чистого экспорта погашается, хотя бы частично, в результате роста инвестиций, а также вследствие снижения процента. Эффект вытеснения присутствует в случае высокой немобильности капитала, и практически отсутствует при неполной и полной мобильности капитала. В первых двух случаях относительный размер эффекта вытеснения зависит от наклона каждой их трех кривых и существенно отличается от эффекта вытеснения в закрытой экономике.

Допустим, что чувствительность инвестиций и чистого экспорта к изменению реального процента низкая, вследствие чего наклон кривой IS_1 достаточно большой, а наклон кривой LM_1 незначителен (рис. 11.2А). В закрытой экономике в этой ситуации эффект вытеснения будет незначителен, поскольку инвестиции мало реагируют на изменение процента. При сдвиге кривой IS_1 на уровень IS_2 без эффекта вытеснения производство и доход мог ли бы увеличиться с Y_1 до Y_2 (стрелка 1).

Однако вследствие роста процента с r_1 до r_2 внутреннее равновесие будет достигнуто, т.е. кривая IS_2 пересечет кривую LM_1 только в точке *C*, в которой до-

Рис. 11.2. **Эффект вытеснения в открытой экономике**



ход сократится до Y_3 и эффект вытеснения будет небольшим, Y_2Y_3 (стрелка 2). Однако в открытой экономике величина эффекта вытеснения ключевым образом зависит от наклона кривой *BP*. Если он относительно велик, и точка *C* окажется справа от кривой *BP*, как на рисунке 11.2А, то кривая LM_1 переместится далеко влево на уровень LM_2, поскольку центральный банк будет вынужден сокращать денежную массу, продавая иностранную валюту для поддержания фиксированного курса национальной валюты. В результате роста процента до уровня r_3 эффект вытеснения значительно усилится и составит уже Y_2Y_4 (стрелка 3).

Допустим теперь, что чувствительность инвестиции и чистого экспорта к изменению реального процента достаточно высокая, вследствие чего наклон кривой IS_1 весьма незначителен, а наклон кривой LM_1 большой (рис. 11.2Б). В закрытой экономике в этой ситуации эффект вытеснения будет весьма ощутимым, поскольку инвестиции сильно реагируют на изменение процента. Тогда при сдвиге кривой IS_1 на уровень IS_2 без эффекта вытеснения производство и доход мог ли бы увеличиться с Y_1 до Y_2 (стрелка 1). Однако вследствие роста процента с r_1 до r_2 внутреннее равновесие будет достигнуто только в точке *C*, в которой доход сократится до Y_3 и эффект вытеснения будет огромным – Y_2Y_3, что практически полностью сведет на нет позитивный эффект роста государственных расходов (стрелка 2).

Однако, как уже было показано, в открытой экономике величина эффекта вытеснения ключевым образом зависит от наклона кривой *BP*. Если он относительно невелик, и точка *C* окажется слева от кривой *BP*, как на рисунке 11.2Б, то кривая LM_1 переместится далеко вправо на уровень LM_2, поскольку центральный банк будет вынужден нагнетать денежную массу, покупая иностранную валюту для поддержания фиксированного курса национальной валюты. В результате снижения процента до уровня r_3 эффект вытеснения, который был бы очень существенным в закрытой экономике, значительно ослабнет и составит только Y_2Y_4 (стрелка 3).

Возможны и другие варианты взаимного расположения всех трех кривых, которые ведут к разным относительным масштабам эффекта вытеснения.

Несмотря на то, что ранее были рассмотрены далеко не все варианты макроэкономической корректировки при использовании в качестве инструмента бюджетной политики, можно сделать следующие выводы относительно эффективности этого инструмента в условиях фиксированного валютного курса.

- Эффективность бюджетной политики зависит от степени международной мобильности капитала. Бюджетная политика наиболее эффективна в условиях полной мобильности капитала и совершенно неэффективна в условиях полной немобильности капитала.

- В открытой экономике возникает эффект вытеснения инвестиций и чистого экспорта, который существенно отличается от эффекта вытеснения в закрытой экономике в силу наличия оттока и притока средств по текущему счету платежного баланса (при проведении страной политики полного запрета на движение капитала) и краткосрочного движения капитала по финансовому счету платежного баланса во всех остальных случаях.

- Эффективность бюджетной политики зависит от относительной чувствительности спроса на деньги и краткосрочного международного капитала к изменению реального процента. Если спрос на деньги более чувствителен к изменению процента по сравнению с капиталом, то бюджетная политика более эффективна в качестве инструмента макроэкономической корректировки, чем в случае, когда спрос на деньги менее чувствителен к изменению процента по сравнению с капиталом.

• В условиях закрытой экономики эффект вытеснения будет незначительным и, как следствие, бюджетная политика более эффективной, если инвестиции малочувствительны к изменению процента, а спрос на деньги, напротив, высокочувствителен к его изменению. В противном случае, эффект вытеснения будет значительным.

• В условиях отрытой экономики эффективность бюджетной политики вследствие существования эффекта вытеснения ключевым образом зависит от чувствительности международного краткосрочного капитала к изменению процентной ставки. При незначительной чувствительности эффект вытеснения может перекрыть эффект роста, независимо от степени чувствительности спроса на деньги и внутренних инвестиций к проценту. При высокой чувствительности международного краткосрочного капитала к изменению процентной ставки эффект вытеснения сокращается, и как следствие, эффективность бюджетной политики возрастает, опять-таки независимо от степени чувствительности спроса на деньги и внутренних инвестиций к проценту.

Монетарная политика

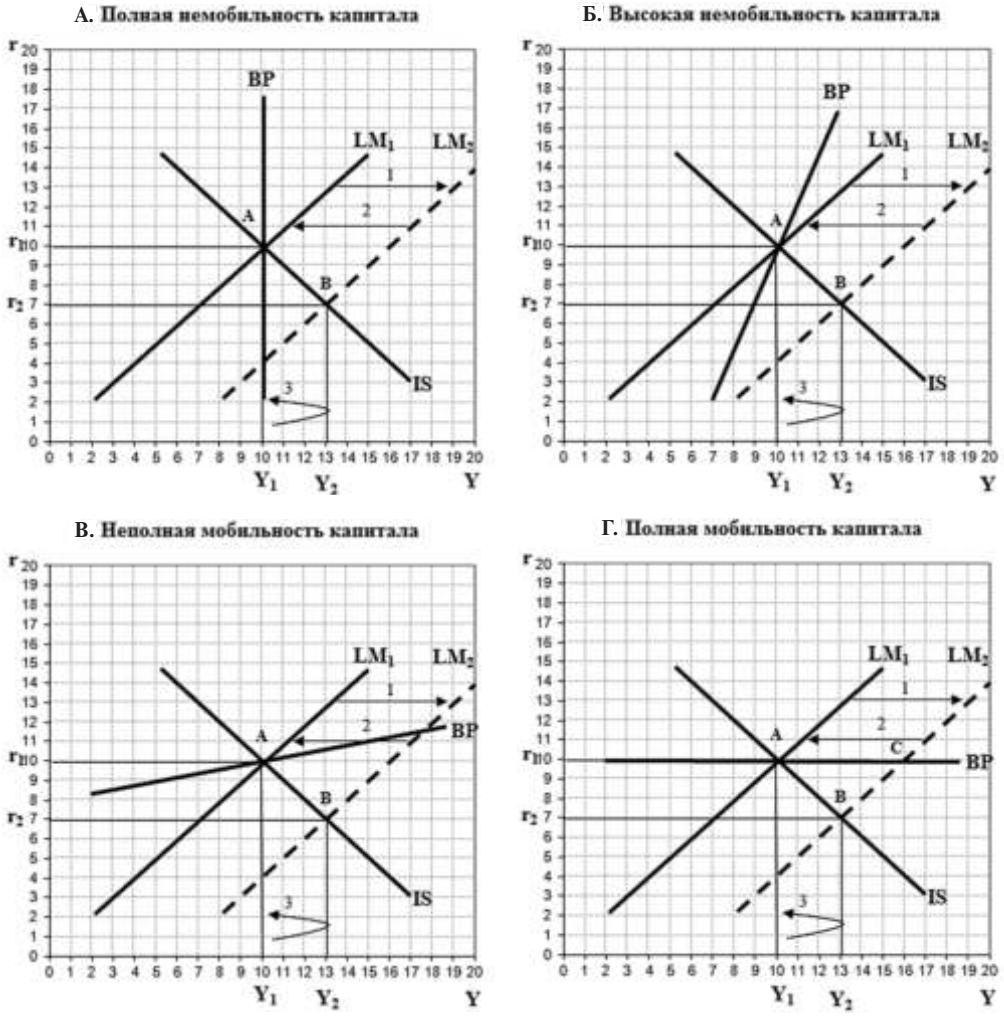
При использовании монетарной политики первоначальный импульс обычно заключается в предложении денег со стороны центрального банка путем предоставления кредита банковской системе, приобретения чистых иностранных активов, а в странах, где это разрешено законом, предоставления чистого кредита правительству.

Пусть страна находится в состоянии макроэкономического баланса в точке *A*. Допустим, что правительство считает, что для обеспечения полной занятости или хотя бы для ее повышения до социально приемлемого уровня необходимо увеличить производство и, соответственно, доходы с Y_1 до Y_2. Содержание первого этапа корректировки с использованием монетарной политики неизменно при всех вариантах политики движения капитала. На начальном этапе, когда происходит рост денежной массы (стрелка 1 на рис. 11.3А, Б, В, Г), кривая LM_1 перемещается вправо на уровень LM_2. Вследствие роста предложения денег при неизменном спросе на них процентная ставка падает с r_1 до r_2. Воодушевленные падением процентной ставки, экономические агенты начинают более активно занимать и инвестировать в производство, что увеличивает его объем с Y_1 до Y_2. В результате при неизменном положении в реальном секторе макроэкономическое равновесие временно перемещается в точку *B*. Последующая автоматическая корректировка опять-таки зависит от политики, проводимой в стране в отношении международного движения капитала, и развивается в следующей последовательности.

а) Полная немобильность капитала (рис. 11.3А). В результате расширения предложения денег и снижения процента и, как следствие, роста инвестиций произойдет рост дохода до Y_2. В краткосрочной перспективе экономические власти могут удержать доход на этом возросшем уровне, продолжая нагнетать денежную массу путем предоставления кредитов банкам. Поскольку капитал немобилен, единственный способ оттока средств из страны – это импорт. Через некоторое время экономические агенты с возросшим доходом захотят им воспользоваться и начнут тратить его на импорт. Таким образом, довольно быстро станет очевидно, что хотя в точке *B* доход возрос, но возрос и зависящий от него импорт. Для оплаты импорта необходима иностранная валюта, спрос на которую повысится, что усилит давление на курс национальной валюты в сторону его понижения. Более того, возросший импорт нарушит равновесие платежного баланса, и он станет де-

фицитным (точка *B* справа от кривой *BP*). Поскольку капитал немобилен (кривая *BP* вертикальная), его приток из-за рубежа для финансирования дефицита невозможен. Единственный оставшийся источник для удовлетворения спроса импортеров на иностранную валюту – ее продажа из государственных валютных резервов. Продавая иностранную валюту, ЦБ покупает национальною валюту, что сокращает денежную массу. Это начнет двигать кривую LM_2 назад к ее первоначальному положению до тех пор, пока она не вернется в положение LM_1, в котором платежный баланс находится в равновесии (стрелка 2). Правительство может сопротивляться этой тенденции с помощью дальнейшего увеличения внутреннего кредита, как бы стерилизуя тем самым отток валютных резервов. Но, тем не менее, рано или поздно валютные резервы иссякнут и страна будет вынуждена вернуться к первоначальному равновесию. Доход, возросший было до Y_2, возвратится

Рис. 11.3. **Монетарная политика при фиксированном валютном курсе**



на исходный уровень Y_1, и процентная ставка опять окажется на уровне r_1 (стрелка 3).

б) Высокая немобильность капитала (рис. 11.3Б). В данном случае в результате роста денежной массы возникнет еще более крупный дефицит платежного баланса и резко возрастет спрос на иностранную валюту. Произойдет это по двум причинам. Во-первых, в результате повышается спрос на нее со стороны импортеров, доходы которых возросли и которые смогут теперь, соответственно, увеличить импорт. Во-вторых, поскольку возможна некоторая мобильность капитала, из-за падения национальной процентной ставки начинается некоторый отток краткосрочного капитала за рубеж в страны, где процент выше. Сокращение спроса на национальную валюту оказывает понижающее давление на валютный курс. ЦБ вынужден продавать иностранную валюту из своих резервов для поддержания фиксированного валютного курса. Продажа иностранной валюты за национальную сокращает объем денежной массы, что возвращает кривую LM_2 на ее исходную позицию LM_1 (стрелка 2). В результате макроэкономическое равновесие возвращается в точку A при неизменном уровне дохода Y_1 (стрелка 3). Несколько расширив в краткосрочном плане производство, в долгосрочной перспективе мягкая денежная политика при фиксированном валютном курсе и невысокой мобильности капитала привела к потере резервов и не дала никаких результатов с точки зрения стимулирования роста.

в) Неполная мобильность капитала (рис. 11.3В). В этом случае, когда краткосрочный капитал более чувствителен к изменению процента, чем спрос на деньги, автоматическая корректировка происходит аналогичным образом: первоначальные целенаправленные действия денежных властей по стимулированию производства с помощью расширения внутреннего кредита через некоторое время компенсируются и сводятся на нет автоматической корректировкой, сокращающей денежную массу (стрелка 2). Если ЦБ будет пытаться поддержать внутренний кредит и увеличение предложения денег, стимулируя тем самым экономический рост, оно на протяжении некоторого времени может осуществлять операции на открытом рынке, скупая государственные ценные бумаги и добавляя наличность в обращение. Но долго это продолжаться не может: вследствие оттока краткосрочного капитала из-за понижения национальной процентной ставки возникнет сильное давление на фиксированный курс национальной валюты в сторону его понижения, которое усугубится из-за некоторого роста спроса на иностранную валюты со стороны импортеров. ЦБ будет вынужден продавать валютные резервы из своих запасов для поддержания фиксированного курса национальной валюты. Рано или поздно ЦБ исчерпает резервы для поддержания валютного курса и денежная масса сама собой сократится, а вместе с ней и уровень дохода (стрелка 3).

г) Полная мобильность капитала (рис. 11.3Г). В такой крайней ситуации, когда существует абсолютная мобильность капитала (кривая BP горизонтальная), внутренняя процентная ставка равна мировой. В результате роста предложения денег возникнет давление на процентную ставку в сторону ее понижения, но поскольку она равна мировой и существует полная мобильность капитала, то капитал просто начнет утекать из страны на мировой рынок, где понижающего давления на процентную ставку нет. Состояние временного равновесия возникнет не в точке B, как это было бы в закрытой экономике, а в точке C. В результате оттока капитала резиденты начнут обменивать свою национальную валюту на иностран-

ную и вывозить ее за рубеж, сокращая предложение денег и оказывая неимоверное давление на курс национальной валюты в сторону его понижения. ЦБ будет вынужден продавать иностранную валюту за национальную, сокращая предложение денег, что компенсирует первоначальное увеличение денежной массы и вернет кривую LM_2 назад на уровень LM_1 (стрелка 2). Если ЦБ будет упорствовать в достижении своей цели роста дохода за счет увеличения денежной массы и пытаться при этом поддерживать курс фиксированным, государство просто потеряет все свои валютные резервы, удовлетворяя повышенный спрос на иностранную валюту. Но уровень дохода остается опять-таки прежним (стрелка 3).

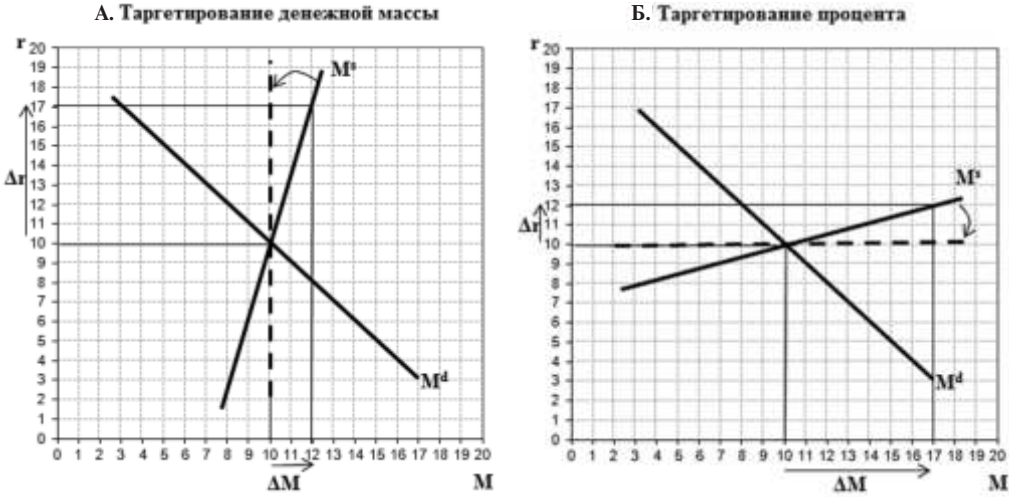
Схематически макроэкономическое воздействие монетарной политики при фиксированном курсе национальной валюты может быть показано следующим образом:

$$\uparrow M^s \Rightarrow \downarrow r \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y$$
$$\Rightarrow \downarrow FI \Rightarrow \downarrow M^s \Rightarrow \uparrow r \Rightarrow \downarrow I \Rightarrow \downarrow Y$$

Таким образом, при фиксированном валютном курсе только при очень жестких ограничениях на движение капитала с помощью монетарной политики можно добиться кратковременного сокращения процентных ставок и роста производства. Тем не менее модель *IS-LM-BP* может быть полезна для ЦБ при оценке вариантов монетарной политики. Возможные варианты определяются изменением спроса на деньги.

- Если изменения в спросе на деньги связаны прежде всего с монетарным компонентом инфляции, ЦБ должен стремиться увеличить наклон кривой *LM*, сделав ее как можно более крутой, или даже в экстремальном случае, вертикальной, максимально контролируя номинальные размеры предложения денег M^s. Прямой контроль ЦБ за предложением денег позволит ограничить рост денег на уровне сравнимом или ниже роста номинального ВВП и сдерживать тем самым монетарный компонент инфляции (рис. 11.4А).
- Если изменения в спросе на деньги связаны с изменениями в скорости обращении денег, ЦБ должен стремиться уменьшить наклон кривой *LM*, таргетируя не предложение

Рис. 11.4. **Монетарная политика при фиксированном валютном курсе**



денег, а желаемый уровень процента. В крайнем случае чрезвычайной волатильности скорости обращения денег ЦБ может предлагать и/или изымать из обращения столько денег, сколько нужно, чтобы сделать кривую M^s горизонтальной и поддерживать желаемый уровень процента, изолировав тем самым экономику от негативных последствий такой волатильности (рис. 11.4Б). В этом случае процент может быть наиболее эффективным инструментом монетарной политики, если трансмиссионный механизм работает и финансовый рынок достаточно развит.

Рост дохода, стимулируемый снижением процента вследствие расширения денежной массы, полностью нейтрализуется в результате оттока капитала за рубеж. Таким образом, при фиксированном валютном курсе и любой политике в отношении международной мобильности капитала монетарная политика практически неэффективна как инструмент макроэкономической корректировки. В долгосрочной перспективе она приводит лишь к изменениям в структуре денежной массы в направлении роста удельного веса чистых внутренних активов и сокращения чистых зарубежных активов, но никак не может повлиять ни на процентную ставку, ни на уровень дохода.

Валютная политика

Наличие фиксированного валютного курса не означает, что в распоряжении правительства нет инструментов валютной политики: в необходимых случаях оно может изменить уровень курса, который обязуется поддерживать, путем девальвации или ревальвации. Целенаправленное изменение валютного курса приводит к перераспределению расходов между национальными и иностранными товарами. Девальвация, повышающая фиксированную цену единицы иностранной валюты в национальной валюте, делает импортные товары дороже на внутреннем рынке импортирующей страны по сравнению с товарами местного производства, переключая тем самым расходы потребителей с импортных на национальные товары. Напротив, ревальвация, снижающая цену единицы иностранной валюты в национальной валюте, снижает цену импортных товаров на внутреннем рынке по отношению к товарам местного производства, переводя расходы с национальных на импортные товары.

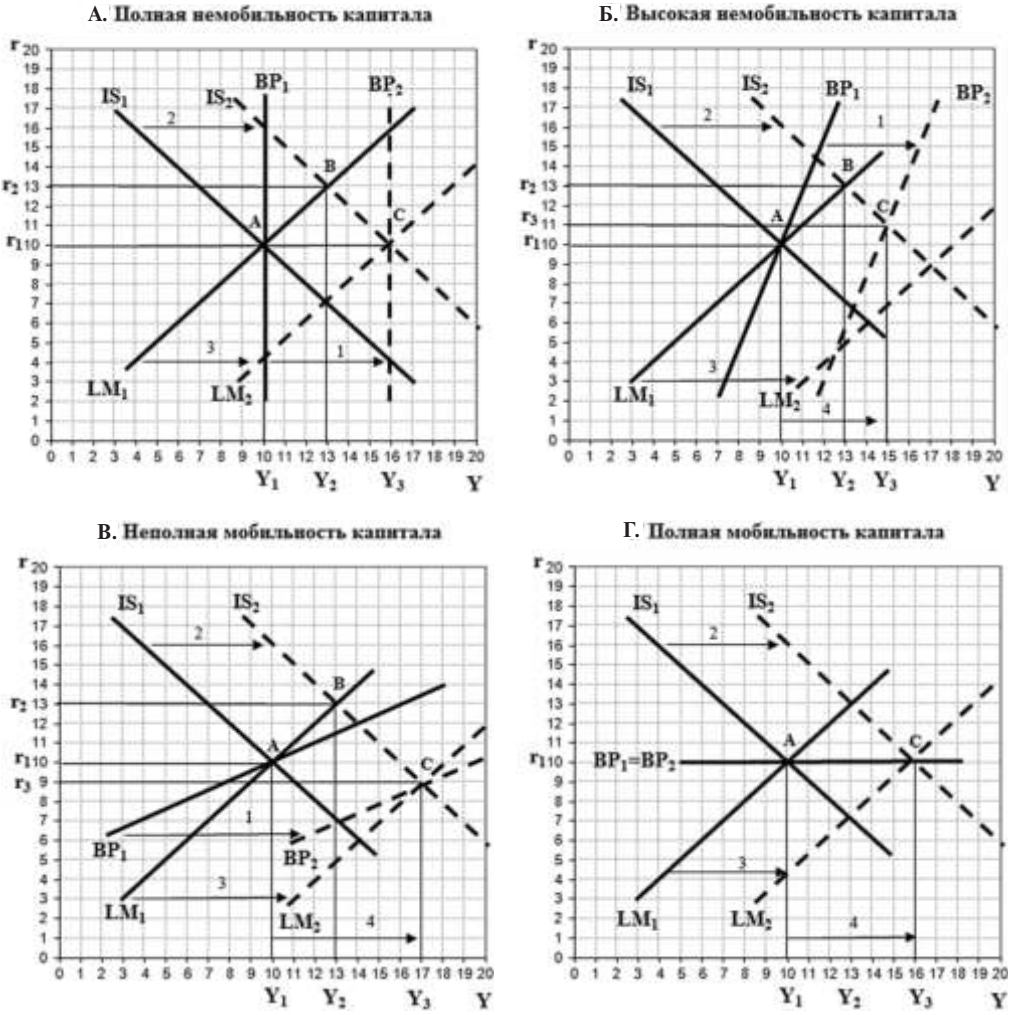
Если бюджетная политика оказывает воздействие на кривую *IS*, а монетарная политика – на кривую *LM*, то особенность валютной политики как инструмента макроэкономической корректировки заключается в том, что она сказывается одновременно на внешнем секторе (кривая *BP*) и на реальном (кривая *IS*) секторе.

Первоначальным импульсом макроэкономической корректировки в случае фиксированного режима валютного курса является законодательное изменение паритета курса национальной валюты к иностранной. Допустим, что это девальвация. Пусть экономика страны находится в равновесии в точке *A*, но правительство решает стимулировать экономический рост путем использования валютной политики в форме девальвации (рис. 11.5). Экономические власти осуществляют девальвацию национальной валюты на определенную величину, чтобы обеспечить снижение ее фиксированного курса с текущего уровня до того, который оно считает на данный момент соответствующим экономическим интересам страны и ее фундаментальным макроэкономическим характеристикам. Девальвация вызывает рост экспорта и сокращение импорта и приводит к перемещению кривой BP_1 вправо на уровень BP_2 (стрелка 1 на рис. 11.5А, Б, В, Г). Последующая корректировка происходит автоматически, и, как и в предыдущих случаях, ее эффект

преимущественно зависит от проводимой политики в отношении международного движения капитала.

а) Полная немобильность капитала (рис. 11.5А). Девальвация означает переключение части расходов с импортных товаров, которые подорожали, на национальные товары, что увеличивает внутренний спрос на них и, соответственно, их производство и перемещает кривую IS_1 вправо на уровень IS_2 (стрелка 2). В результате этого доход растет с Y_1 до Y_2. Промежуточное равновесие реального и денежного секторов возникнет в точке *B*, в которой процентная ставка из-за отсутствия движения капитала возрастает с r_1 до r_2. Однако поскольку точка *B* находится слева от новой кривой BP_2, то в ней наблюдается положительное сальдо платежного баланса, возникшее из-за резкого роста экспорта и падения импорта. Положительное сальдо означает приток иностранной валюты, которую экономи-

Рис. 11.5. **Валютная политика при фиксированном валютном курсе**



ческие агенты должны обменивать на национальную валюту, чтобы совершать платежи внутри страны. Это приводит к росту спроса на национальную валюту и в условиях ее неизменного предложения давлению на девальвированный валютный курс в сторону его повышения. Для нейтрализации этого давления ЦБ скупает иностранную валюту, расширяя тем самым предложение денег, что сдвигает кривую LM_1 на уровень LM_2 – рост предложения денег – например в форме роста кредита, и возвращает процентную ставку на первоначальный уровень (стрелка 3). Экономика достигает нового равновесия в точке *C* при более высоком уровне дохода и неизменной процентной ставке. Таким образом, в условиях полной немобильности капитала валютная политика переключения расходов с импортных на национальные товары путем девальвации является эффективным инструментом макроэкономической корректировки. Увеличение производства благодаря укреплению внутреннего спроса усиливается ростом кредита, не приводит к вытеснению инвестиций, поскольку процент остается неизменным, и обеспечивает рост дохода.

б) Высокая немобильность капитала (рис. 11.5Б). В результате переключения путем девальвации расходов с иностранных на национальные товары увеличивается спрос и производство в реальном секторе, и кривая IS_1 сдвигается вправо на уровень IS_2 (стрелка 2). Равновесие денежного и реального секторов достигается в точке *B*, в которой уровень дохода возрастает с Y_1 до Y_2. Как и в первом случае, поскольку точка *B* находится слева от новой кривой BP_2, платежный баланс страны оказывается в профиците. Приток иностранной валюты увеличивает денежную массу, поскольку ЦБ для поддержания фиксированного курса вынужден скупать иностранную валюту в резервы, изменяя тем самым структуру денежной массы в пользу национальной валюты. Рост предложения денег сдвигает LM_1 кривую вправо на уровень LM_2 и снижает уровень процента (стрелка 3). Валютная политика переключения расходов через девальвацию усиливается денежной политикой и вызывает эффект, противоположный эффекту вытеснения инвестиций, вследствие снижения процентной ставки. Это еще более увеличивает доход – с Y_2 до Y_3– и одновременно понижает процентную ставку с r_2 до r_3. Новое равновесие всех трех секторов возникает в точке *C* (стрелка 4). Таким образом, в условиях высокой немобильности капитала эффект от влияния валютной политики на рост дохода усиливается ростом внутреннего кредита и приводит к росту инвестиций вследствие снижения процентной ставки, что является дополнительным стимулом роста в долгосрочной перспективе.

в) Неполная мобильность капитала (рис. 11.5В). Процесс макроэкономической корректировки практически в точности повторяет предыдущий вариант. Разница заключается в том, что в силу более высокой чувствительности международного движения капитала к изменению процента повышающее давление из-за притока капитала на валютный курс будет значительно сильнее. Следовательно, из-за большего расширения предложения денег, которое усиливает корректировочный эффект девальвации, рост дохода оказывается существенно выше (Y_3 находится дальше справа от Y_1), чем в предыдущем случае. Таким образом, при неполной мобильности капитала валютная политика переключения расходов через девальвацию также усиливается денежной политикой и может вызывать эффект роста инвестиций вследствие снижения процентной ставки.

г) Полная мобильность капитала (рис. 11.5Г). Девальвация улучшает состояние платежного баланса, но переме-

щает кривую BP_1 горизонтально вдоль самой себя, в результате чего она сливается с новой кривой BP_2. Вследствие неограниченного притока капитала национальная процентная ставка остается на мировом уровне r_1. Одновременно в результате девальвации и переключения расходов и роста спроса на национальные товары кривая IS_1 сдвигается на уровень IS_2 (стрелка 2). Поскольку какие-либо ограничения на международное движение капитала отсутствуют, промежуточное равновесие возникнуть не успевает: малейшая тенденция к росту процентной ставки немедленно подавляется массированным притоком капитала из-за рубежа. Приток иностранного капитала увеличивает денежную массу и создает давление на валютный курс в сторону его повышения, что сдвигает кривую LM_1 вправо на уровень LM_2 (стрелка 3). Для поддержания девальвированного курса на новом фиксированном уровне ЦБ скупает иностранную валюту в резервы, изменяя тем самым структуру растущей денежной массы в пользу национальной валюты. Это еще более увеличивает доход – с Y_1 до Y_2– при неизменной процентной ставке r_1. Новое равновесие всех трех секторов возникает в точке *C*. Таким образом, при полной мобильности капитала валютная политика переключения расходов через девальвацию с иностранных на национальные товары усиливается денежной политикой, и ведет к расширению внутреннего кредита, что является наиболее эффективным стимулом роста в долгосрочной перспективе. Эффект вытеснения инвестиций отсутствует.

Координация политик

Рассмотренные выше ситуации корректировки в условиях от полного запрета до полной свободы международного движения капитала при фиксированном валютном курсе дают представление о направлении экономической политики с использованием бюджетных, монетарных или валютных инструментов. Характерными чертами рассмотренной корректировки являются следующие. Во-первых то, экономика с самого начала находится в состоянии макроэкономического равновесия, во-вторых, перед властями стоит только одна задача – увеличить экономический рост, в-третьих, для этого используется каждый из инструментов отдельно, в-четвертых, государственная политика в отношении движения капитала четко укладывается в одну из четырех категорий и, в-пятых, все параметры (процентная ставка, доход, спрос на деньги и предложение денег, инвестиции и т.д.) анализируются в условиях отсутствия инфляции.

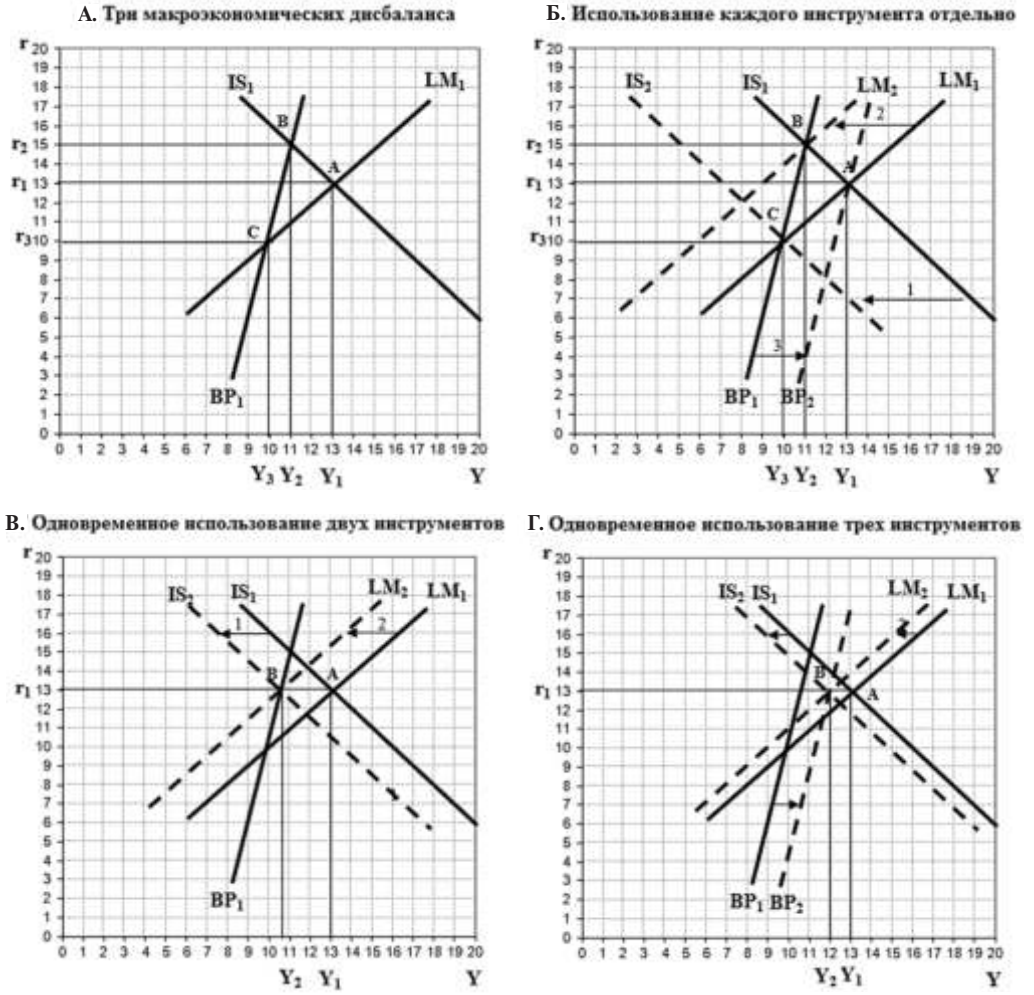
В реальной жизни, однако, наиболее типичной является ситуация, когда один, два или все три сектора разбалансированы. Перед экономическими властями стоит множество задач, одновременное решение которых было бы весьма желательным. Для достижения макроэкономической сбалансированности необходимо задействовать несколько инструментов экономической политики, и, следовательно, возникает проблема эффективной рыночной классификации. Невозможно также точно определить степень свободы международного движения капитала, т.е. наклон кривой *BP*, и относительную чувствительность краткосрочного капитала и спроса на деньги к изменению процента, т.е. взаимный наклон кривых *IS* и *LM*. Наконец, инфляция присутствует, и рост государственного спроса совершенно необязательно ведет к мультиплицированному росту дохода: часть его может повлиять на реальный рост, а часть просто приведет к росту общего уровня цен, т.е. инфляции.

Допустим, что в некоторой экономике один их трех секторов находится в дисбалансе (рис. 11.6А). Это может быть дефицит платежного баланса во внешнем сек-

торе, при том что реальный и монетарный секторы сбалансированы в точке *A*. Это может быть излишнее предложение денег по сравнению со спросом на них, при том, что реальный и внешний секторы находятся в равновесии в точке *B*. Наконец, это может быть избыточный спрос на товары и услуги, при том что монетарный и внешний секторы сбалансированы в точке *C*. Последовательность использования инструментов макроэкономической политики зависит от того, какой из дисбалансов оказывает наиболее сильное отрицательное воздействие на экономику. В условиях открытой экономики чаще всего это внешний дисбаланс, который отражает существование внутренних дисбалансов. Поэтому рассмотрим в качестве примера только первый случай.

Точка *A* баланса реального и монетарного секторов расположена справа от кривой *BP*. Власти считают уровень дефицита платежного баланса (точка *B* справа от

Рис. 11.6. **Координация использования инструментов макроэкономической политики**



кривой *BP*) неприемлемым, поскольку это приводит к давлению на фиксированный валютный курс в сторону его понижения, что истощает валютные резервы страны. В целях поддержания фиксированного режима валютного курса правительство ставит задачу ликвидировать дефицит платежного баланса. Сделать это можно несколькими способами.

Первый способ заключается в использовании каждого из инструментов в отдельности (рис. 11.6Б).

- С помощью рестриктивной денежной политики (сокращения предложения денег или увеличения процента) кривая LM_1 сдвигается влево на уровень LM_2, в результате чего равновесие платежного баланса и экономики в целом будет обеспечено в точке *B*, но при более высоком реальном проценте r_2 (стрелка 1).
- Путем увеличения налогов сокращаются государственные расходы или растут доходы, что сдвинет кривую IS_1 влево на уровень IS_2 и обеспечит бездефицитный платежный баланс и экономическое равновесие в точке *C*. При этом процент снизится до r_3, поскольку спрос на инвестиции уменьшится из-за падения производства (стрелка 2).
- Путем девальвации кривая BP_1 сдвигается вправо на уровень BP_2. Это позволит устранить дефицит платежного баланса и оставить процент на прежнем уровне r_1 (стрелка 3).

Второй способ – одновременное использование инструментов монетарной и бюджетной политики (рис. 11.6В). Этот вариант наиболее близок к реальности, поскольку страны прибегают к изменению уровня валютного курса только действительно в критических ситуациях. Например, сокращаются государственные расходы, что сдвигает кривую IS_1 влево на уровень IS_2, и одновременно с помощью рестриктивной денежной политики кривая LM_1 сдвигается влево на уровень LM_2. Рост процента в случае независимого использования рестриктивной монетарной политики может быть компенсирован его снижением из-за сокращения спроса на кредит со стороны государства, которое уменьшает свой дефицит и расходы. В результате параллельного применения двух инструментов можно добиться такой корректировки, при которой процент останется неизменным на уровне r_1, и снижение производства и дохода будет значительно меньшим, с Y_1 до Y_2.

Третий способ – девальвация валютного курса одновременно с ужесточением монетарной и бюджетной политики (рис. 11.6Г). Как видно, одновременное использование трех инструментом приведет к еще меньшему падению производства и дохода.

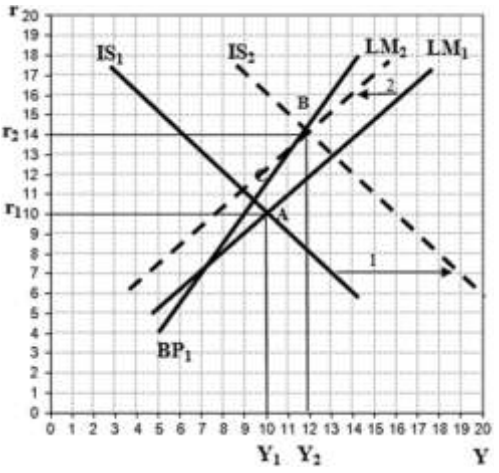
Вопрос заключается в том, какой инструмент, какую их последовательность и комбинацию предпочесть. Ответ будет зависеть от характера и глубины макроэкономических дисбалансов. Очевидно, что в случае, представленном на рисунке 11.6, при проводимой политике ограничений на международное движение капитала, о чем свидетельствует весьма большой наклон кривой *BP*, абсолютно предпочтительной является валютная политика. Ведь девальвация немедленно исправляет сложившийся внешний дисбаланс и не ведет в росту процента. Если изменение уровня валютного курса невозможно, следующей по предпочтительности может считаться монетарная политика, поскольку сокращение предложения денег в целях достижения сбалансированности платежного баланса приведет к падению дохода только с Y_1 до Y_2, тогда как при использовании бюджетной политики падение дохода будет большим – с Y_1 до Y_3. Это связано с тем, что рестриктивная денежная политика ведет к росту процента с r_1 до r_2, что является причиной роста притока иностранного капитала, за счет которого и покрывается дефицит платежного баланса. Сокращение бюджетных

расходов или рост налогов в данном случае, напротив, приводит к падению процента с r_1 до r_3, и поэтому требуется значительно большее сокращение дохода для восстановления равновесия платежного баланса.

Разумеется, возможен вариант корректировки, предусматривающий одновременное использование монетарных и бюджетных инструментов, но в противоположных направлениях (рис. 11.7). Например, если баланс реального и денежного секторов достигается в точке *A*, в которой, однако, наблюдается дефицит платежного баланса, поскольку она расположена справа от кривой *BP*, и власти не желают девальвировать курс, то использование оставшихся двух инструментов будет разнонаправленным.

Правительство может сначала за счет увеличения бюджетных расходов сдвинуть кривую IS_1 вправо на уровень IS_2 (стрелка 1), а затем путем рестриктивной монетарной политики кривую LM_1 передвинуть влево на уровень LM_2 (стрелка 2). Это обеспечит равновесие всех трех секторов, включая сбалансированность платежного баланса, в точке *B*. В данной ситуации возникают две разнонаправленные

Рис. 11.7. **Разнонаправленное использование инструментов макроэкономической политики**



тенденции: рост дохода, что способствует увеличению зависящего от него импорта, что еще больше усугубляет дефицит платежного баланса. Но в то же время рост государственных расходов приводит и к увеличению процентной ставки с r_1 до r_2, что обеспечивает интенсивный приток иностранного краткосрочного капитала, который не только перекрывает негативный для платежного баланса эффект роста доходов, но и способствует выравниванию платежного баланса в целом. Этот вариант макроэкономической корректировки становится все более распространенным, особенно среди развитых стран, по мере роста интегрированности мирового рынка капитала, сокращения барьеров на пути его международного движения и снижения в результате наклона кривой *BP*.

Возможности макроэкономической корректировки в рамках модели *IS-LM-BP* далеко не исчерпываются рассмотренными случаями. Выбор экономических инструментов и направлений их использования полностью зависит от взаимного расположения трех кривых и от того, какие именно цели преследует правительство.

Обычно главной целью макроэкономической политики является ускорение темпов экономического роста, увеличение дохода и занятости. Поэтому в качестве инструмента использовалась либо расширительная бюджетная политика, предусматривающая рост бюджетных расходов, направленная на то, чтобы сдвинуть кривую *IS* вправо, либо мягкая монетарная политика, предусматривающая рост денежной массы, ставящая целью передвижение кривой *LM* также вправо. Однако другой важной целью макроэкономической политики может быть сокращение бюджетного дефицита, дефицита платежного баланса или инфляции, что предполагает использование тех же трех инструментов макроэкономической политики, но в противоположном направ-

лении. В этом случае в рамках модели *IS-LM-BP* корректировка происходит симметричным образом – кривые *IS* и *LM* будут сдвигаться не вправо, а влево.

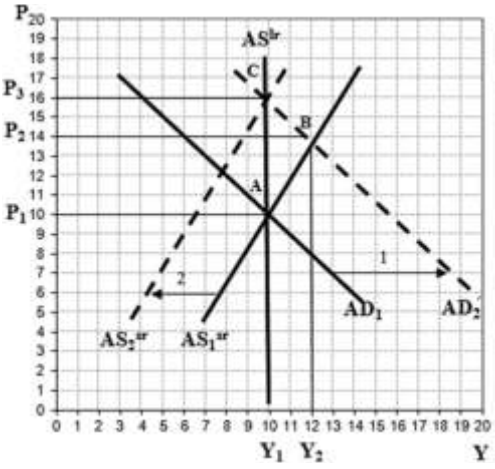
Рассмотренная выше модель более всего подходит для анализа небольших открытых экономик, изменение дохода или процентной ставки в которых сколько-нибудь существенно не влияет на остальные страны мира, даже страны – торговые партнеры. Если целенаправленная макроэкономическая корректировка касается больших стран с фиксированным валютным курсом, то изменение уровня дохода в них может сказаться на спросе на экспорт из стран – их торговых партнеров, а изменение процентной ставки – на резком увеличении экспорта или импорта капитала.

Учет изменения цен

В рамках модели *IS-LM-BP* было установлено, что вне зависимости от степени международной мобильности капитала бюджетная политика практически всегда является эффективным инструментом макроэкономической корректировки при фиксированном валютном курсе, тогда как денежная политика может быть неэффективной при высокой мобильности капитала. Цены при этом полагались постоянными. Модель баланса совокупного спроса и совокупного предложения (модель *AS-AD*) расширяет этот вывод, показывая, что и при изменяющемся уровне цен бюджетная политика является наиболее эффективным инструментом увеличения совокупного спроса именно при фиксированном валютном курсе.

Допустим, что с самого начала экономика находится в равновесии в точке *A*. Это равновесие устойчиво, поскольку текущие цены равны ожидаемым, и долгосрочное предложение равно его краткосрочному значению, т.е. экономика оперирует на уровне полного использования имеющихся факторов производства (в условиях полной занятости) (рис. 11.8). Если государственные расходы увеличиваются или сокращаются налоги, то кривая AD_1 совокупного спроса переместится вправо на уровень AD_2. Предприятия, почувствовав рост спроса на их товары, увеличат производство с Y_1 до Y_2, переместив краткосрочное равновесие в точку *B* (стрелка 1). Общий уровень цен повысится с P_1 до P_2. Равновесие в этой точке неустойчиво, поскольку краткосрочное совокупное предложение превышает его долгосрочное значение, т.е. потенциально достижимый уровень. Как только станет ясно, что все цены, а не только цены на конечную продукцию, возросли, фирмы вынуждены больше платить за сырье и повышать зарплату работникам, увеличивая издержки, кривая совокупного предложения AS^{sr}_1 переместится влево на уровень AS^{sr}_2 (стрелка 2). Это приведет к падению производства снова на уровень Y_1, а новое равновесие возникнет в точке *C* при еще более высоком уровне цен P_3. Устойчивое долгосрочное равновесие возникает только в точке пересечения всех трех кривых – AD_2, AS^{sr}_2 и AS^{lr}.

Рис. 11.8. **Инфляция при использовании бюджетных инструментов в условиях полной занятости**



Таким образом, в модели *AS-AD* с гибкими ценами экспансионистская бюджетная политика имеет лишь временное воздействие на рост производства и дохода, а в долгосрочной перспективе приводит лишь к увеличению общего уровня цен, оставив производство на прежнем естественном уровне полной занятости. Если корректировка происходит быстро и все цены, включая зарплаты, адаптируются немедленно, то рост совокупного спроса в результате роста бюджетных расходов в открытой экономике не вызовет никакого роста совокупного предложения, а только приведет к всплеску инфляции. Временный рост совокупного предложения возможен только в силу далеко не очевидного и отнюдь не всегда возникающего эффекта жесткости цен, когда рост цен на факторы производства происходит с некоторым отставанием от роста цен на конечную продукцию.

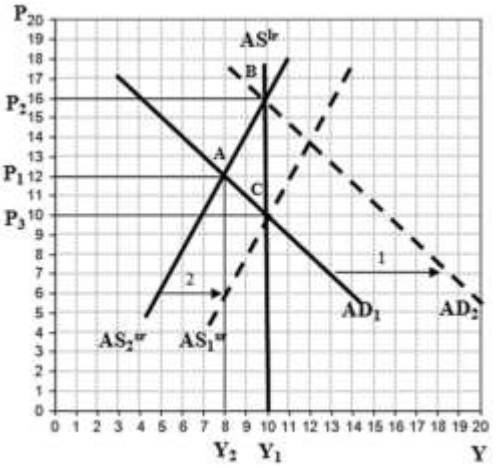
@ *Эффект жесткости цен (sticky price effect)* – временная задержка в изменении цен при изменении макроэкономических условий их формирования.

При возникновении эффекта жестких цен экономика может дольше задержаться в точке *B* при возросшем уровне совокупного производства. Жесткость цен может быть связана с неизменным уровнем зарплат, которые устанавливаются коллективными соглашениями между профсоюзами и фирмами на определенный период, с выполнением долгосрочных соглашений о поставке промежуточной продукции по фиксированным ценам и с другими факторами. Однако жесткость цен не означает, что они не будут пересмотрены в сторону повышения, просто это произойдет через некоторый промежуток времени, в течение которого экономика может характеризоваться более высоким уровнем совокупного предложения, чем в условиях отсутствия дополнительно импульса от роста государственных расходов.

Более типичной является такая ситуация в открытой экономике, когда страна находится в состоянии экономического спада и производство не достигает своего долгосрочного потенциально возможного уровня: имеются не полностью использованные факторы производства – незагруженные производственные мощности, безработица, неиспользованная технология, возможности для расширения кредита. Тогда правительство может принять решение о необходимости преодоления экономического спада за счет стимулирования совокупного спроса.

Допустим, что экономика в точке *A* находится в состоянии спада (рис. 11.9). Эта точка расположена слева от кривой совокупного предложения в долгосрочной перспективе AS^{lr}. Рост бюджетных расходов передвинет кривую AD_1 вправо на уровень AD_2 (стрелка 1). Совокупный спрос придет в равновесие с долгосрочным совокупным предложением в точке *B*. В этой точке совокупное предложение равно естественному уровню производства Y_2, но общий уровень цен возрос с P_1 до P_2. Тем самым с помощью государственного стимулирования экономики

Рис. 11.9. **Экономический рост при использовании бюджетных инструментов в условиях неполной занятости**



достигается равновесие, но за счет всплеска инфляции. В то же время правительство вместо стимулирования экономики через рост бюджетных расходов может использовать альтернативный вариант, а именно пустить макроэкономическую корректировку на самотек. То, что исходная точка *A* находится на уровне Y_1, что ниже естественного уровня производства, означает отсутствие спроса на товары, общий экономический спад. В этой ситуации под воздействием рыночных сил рано или поздно общий уровень цен начнет постепенно падать с P_1 до P_3 и по мере его падения кривая AS_1^{sr} краткосрочного предложения будет двигаться вправо на уровень AS_2^{sr} (стрелка 2). В этом случае долгосрочное равновесие возникнет в точке *C* при более низком, чем первоначальный, общем уровне цен P_3. Заметим, что в открытой экономике падение общего уровня цен увеличивает совокупное предложение не только потому, что товары на внутреннем рынке становятся более доступными для местных потребителей, и они увеличивают свой спрос на них, но и потому, что изменяется пропорция между внутренними и мировыми ценами, в результате чего растет экспортный спрос на национальные товары.

Перед властями страны, находящейся в ситуации экономического спада, рецессии, стоит трудная дилемма: дать ли в соответствии с неокейнсианскими представлениями импульс экономике за счет роста государственных расходов, понимая, что это приведет к инфляции, или позволить ей в соответствии с неоклассическими представлениями пройти цикл автоматической адаптации, который рано или поздно все равно выведет ее на уровень макроэкономического равновесия?

Ответ на этот вопрос не имеет прямого отношения к экономике. Он заключается в политической возможности осуществления жестких мер экономической корректировки. Если социальная и политическая ситуация находится у опасной черты, а правительство пользуется доверием и поддержкой населения, то жесткие корректировочные меры возможны. При слабом правительстве и отсутствии политического консенсуса в обществе выбор скорее всего будет сделан в пользу постепенной автоматической корректировки с помощью рыночных сил. Однако и преобладающие экономические представления могут сыграть свою роль. Если в экономической теории возобладают взгляды о жесткости цен, означающей, что их понижение даже при отсутствии спроса крайне маловероятно или займет слишком много времени, скорее всего будет избран более радикальный метод стимулирования экономики за счет увеличения бюджетных расходов.

РЕЗЮМЕ

1. Целенаправленная макроэкономическая корректировка предполагает использование правительством инструментов бюджетной, денежной или валютной политики для одновременного достижения внутреннего и внешнего балансов и решения других задач экономической политики – стимулирования роста, сокращения безработицы, подавления инфляции и т.д. Корректировка происходит в два этапа: первоначальный импульс подают экономические власти (правительство или центральный банк), последующая корректировка осуществляется автоматически. В условиях открытой экономики ее эффективность зависит от используемых инструментов, избранного страной режима валютного курса и проводимой ею политики в отношении международного движения капитала.

2. В условиях фиксированного валютного курса *бюджетная политика* может эффективно использоваться в качестве инструмента целенаправленной макроэкономической корректировки. Бюджетная политика наиболее эффективна при полной мобильности капитала и совершенно неэффективна в условиях полной немобильности капитала. При использовании бюджетной политики в качестве основного инструмента макроэкономической корректировки в открытой экономике может возникать эффект вытеснения инвестиций и чистого экспорта. В результате эффективность бюджетной политики ключевым образом зависит от чувствительности международного краткосрочного капитала к изменению процентной ставки. При незначительной чувствительности эффект вытеснения может перекрыть эффект роста. При высокой чувствительности эффект вытеснения сокращается, и как следствие, эффективность бюджетной политики возрастает независимо от степени чувствительности спроса на деньги и внутренних инвестиций к проценту.

3. При фиксированном валютном курсе *монетарная политика* является неэффективной в качестве инструмента макроэкономической корректировки при любом отношении к международной мобильности капитала. В долгосрочной перспективе она никак не может повлиять ни на процентную ставку, ни на уровень дохода. Только при очень жестких ограничениях на движение капитала с ее помощью можно добиться ограниченного по времени сокращения процентных ставок и роста производства, которые неизбежно вернутся на прежний уровень в среднесрочной перспективе, но уже при более низком уровне государственных валютных резервов. В долгосрочной перспективе использование монетарной политики приводит лишь к изменениям в структуре денежной массы в направлении роста удельного веса чистых внутренних активов и сокращения чистых зарубежных активов, но никак не может повлиять ни на процентную ставку, ни на уровень дохода.

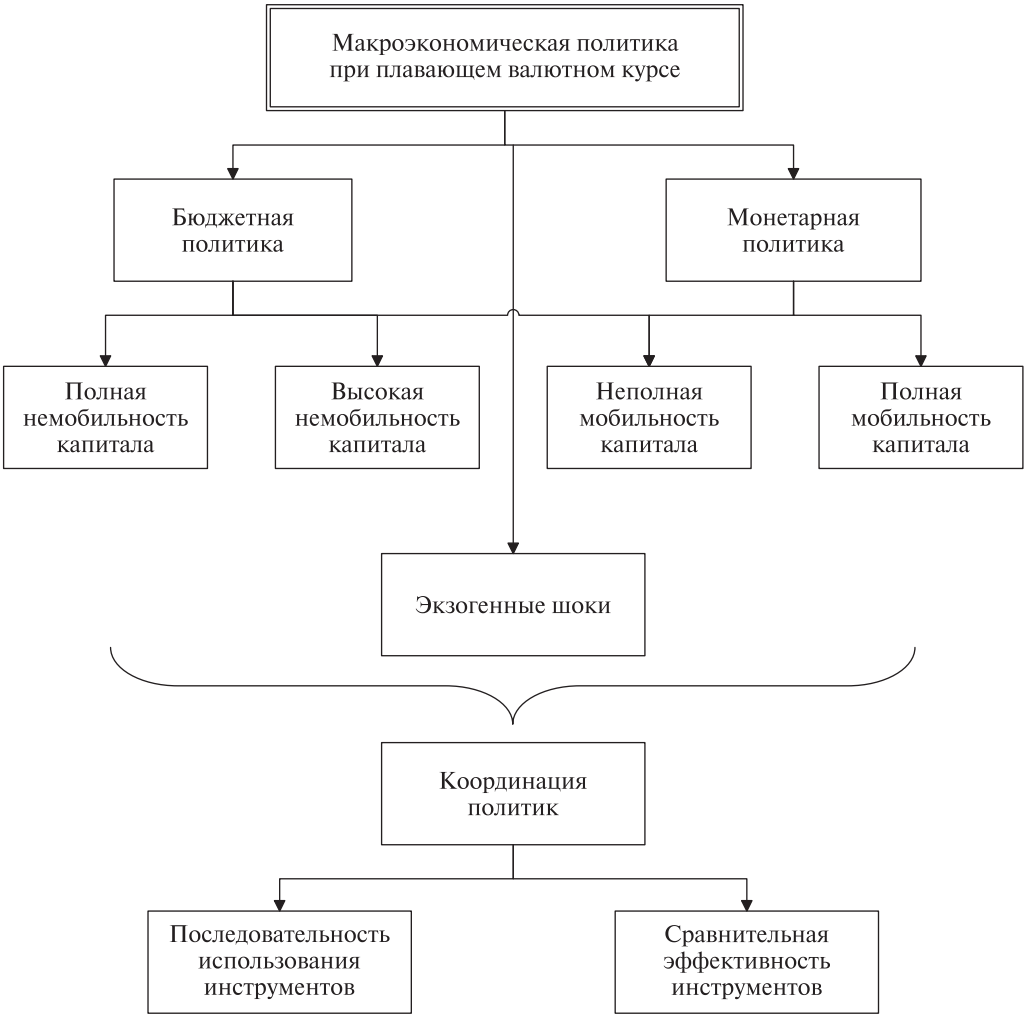
4. В условиях фиксированного валютного курса *валютная политика* заключается в изменении фиксированного паритета курса национальной валюты по отношению к иностранной. Целенаправленное изменение валютного курса приводит к перераспределению расходов между национальными и иностранными товарами. Валютная политика – эффективный инструмент макроэкономической корректировки. Она может усиливаться с помощью денежной политики и вызывать эффект увеличения инвестиций вследствие снижения процентной ставки, что является важнейшим стимулом роста в долгосрочной перспективе.

5. В большинстве случаев экономические власти проводят *смешанную политику*, использую параллельно инструменты бюджетной, монетарной и валютной политики. Выбор экономических инструментов, направлений и последовательности их использования полностью зависит от взаимного расположения трех кривых и от того, какие именно цели преследует правительство. В условиях фиксированного валютного курса, основная роль отводится бюджетным инструментам, поскольку монетарная политика является неэффективной, кроме как в краткосрочной перспективе, и требует существенных ограничений на движение капитала, а валютная политика используется только в случае девальвации, когда потенциал всех других мер практически исчерпан. Возможны варианты, предусматривающие одновременное использование монетарных и бюджетных инструментов, но в противоположных направлениях.

6. В условиях открытой рыночной экономики уровень внутренних цен может

меняться и является еще одним механизмом автоматической макроэкономической корректировки. Если в краткосрочной перспективе цены обычно жесткие и меняются незначительно, то в долгосрочной перспективе этого не наблюдается. Правительство страны, находящейся в состоянии экономического спада, должно сделать принципиальный выбор в отношении путей его преодоления — не применять никаких мер экономической политики, дожидаясь автоматического восстановления макроэкономического равновесия, путем ее целенаправленной корректировки. В обоих случаях объем производства останется прежним. Первый путь ведет к снижению инфляции, но требует слишком много времени, в результате чего социальная цена автоматической корректировки может оказаться неприемлемой. Второй путь ведет к общему росту цен, но корректировка может быть осуществлена быстро.

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Высококачественный рост
Потенциальный профицит
Потенциальный дефицит
Шок от внутренних цен
Шок от зарубежной процентной ставки
Шок от зарубежных цен
Шок от национальной процентной ставки

12. Макроэкономическая политика при плавающем валютном курсе

Примерно $^2/_3$ стран мира имеют плавающий валютный курс, некоторые из них используют те или иные механизмы его корректировки, что, однако, не изменяет базового механизма его образования – соотношения спроса и предложения на валюту. Осуществление макроэкономической политики в этих странах имеет свои особенности по сравнению со странами с фиксированным курсом. Это связано прежде всего с тем, что изменение уровня валютного курса перестает быть инструментом макроэкономической политики, и становится ее результатом.

При плавающем курсе положение кривой *BP* зависит от соотношения притока и оттока платежей по текущему и капитальному счетам, которое, в свою очередь, эндогенно определяет изменение плавающего валютного курса. Поэтому приток капитала, вызванный, например, возросшей по тем или иным причинам процентной ставкой, приводит не только к простому давлению на валютный курс в сторону его повышения, как в случае фиксированного курса, но к его немедленному росту, что восстанавливает равновесие платежного баланса. Теоретически при плавающем валютном курсе платежный баланс не может иметь ни отрицательного, ни положительного сальдо. Кривая *BP* всегда будет эндогенно перемещаться и восстанавливать его равновесие. Следовательно, речь может идти только о потенциально возможном дефиците или потенциальном профиците платежного баланса. В реальной жизни разбалансированность платежного баланса может возникать и при плавающем валютном курсе, но только на весьма короткий промежуток времени.

@ *Потенциальный дефицит (incipient deficit)* – такое сочетание дохода и процентной ставки, которое привело бы к дефициту платежного баланса при фиксированном валютном курсе, а при плавающем курсе заставляет его снижаться.

Потенциальный дефицит стимулирует снижение валютного курса, что при соблюдении условия Маршалла – Лернера стимулирует экспорт и сокращает импорт, передвигая кривую *BP* вправо.

@ *Потенциальный профицит (incipient surplus)* – такое сочетание дохода и процентной ставки, которое привело бы к профициту платежного баланса при фиксированном валютном курсе, а при плавающем заставляет его повышаться.

Потенциальный профицит стимулирует рост валютного курса, что сокращает экспорт, увеличивает импорт и перемещает BP кривую влево.

При плавающем режиме валютного курса на положение кривой *BP* влияет множество факторов. Например, рост уровня дохода в стране – торговом партнере увеличивает экспорт данной страны и смещает кривую *BP* вправо. Аналогичный эффект производит рост мировых цен, что обеспечивает рост экспорта, увеличение прибыльности национального производства или ожидание повышения курса национальной валюты или ревальвации, которые приводят к наплыву краткосрочного капитала из-за рубежа. Напротив, рост внутренних цен (инфляция), увеличение процентной ставки за рубежом, сокращение прибыльности национального производства или ожидание девальвации вызовут отток капитала и сдвинут кривую *BP* влево. При анализе макроэкономической политики с помощью модели *IS-LM-BP* в условиях плавающего валютного курса предположим, что все эти параметры остаются постоянными, а также соблюдается условие Маршалла – Лернера.

Как и в случае фиксированного валютного курса, эффективность использования инструментов макроэкономической политики прежде всего зависит от проводимой в стране политики в отношении международного движения капитала. Напомним, что характерным признаком полной немобильности капитала является запрет его экспорта и импорта в любых формах; а высокой немобильности – их значительное ограничение; неполной мобильности – наличие возможности для перелива капитала; полной мобильности – отсутствие ограничений на движение капитала в стране. При полной мобильности капитала процентная ставка (r) считается равной мировой, при полной немобильности она определяется национальными денежными властями.

Процесс использования макроэкономических инструментов, как и при фиксированном валютном курсе, включает два этапа: корректировку с помощью целенаправленных действий правительства и последующую автоматическую корректировку экономики, уже не зависящую от действий правительства.

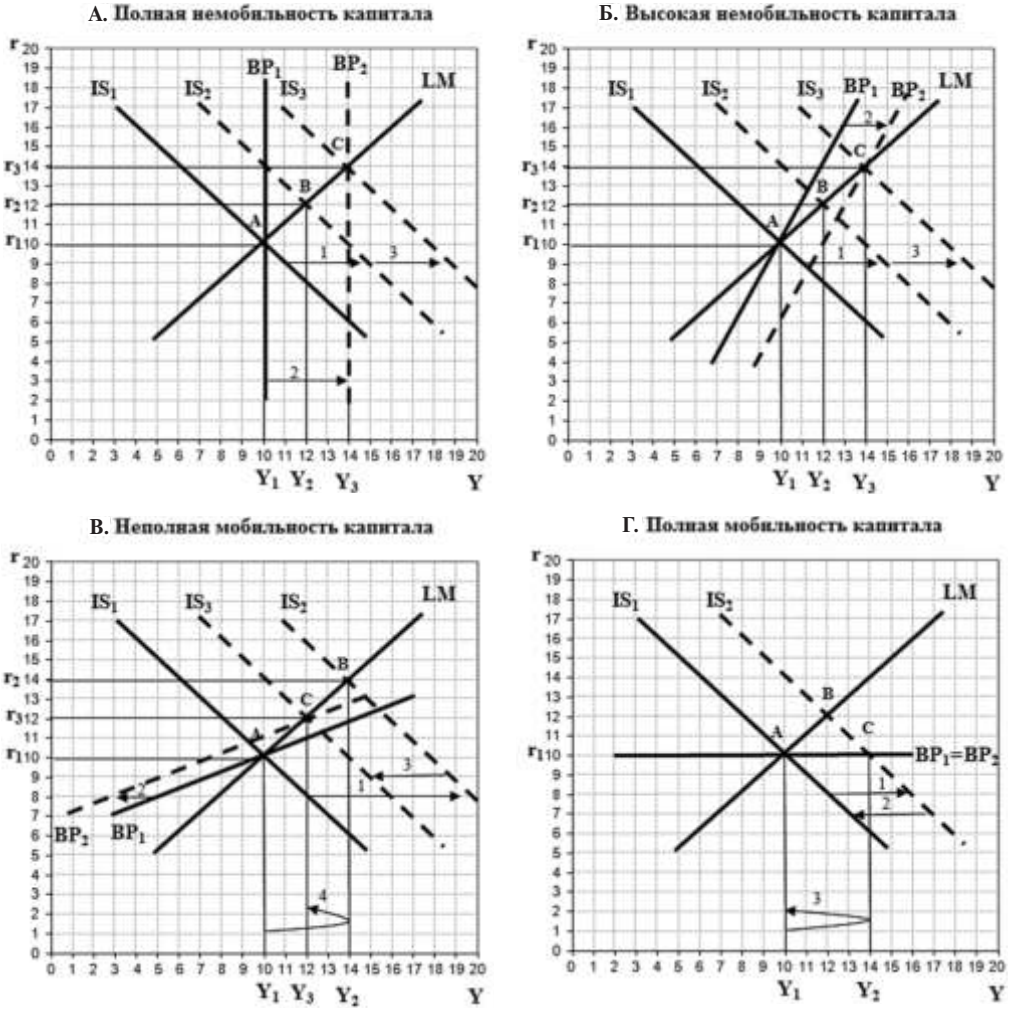
Бюджетная политика

При анализе функционирования инструментов макроэкономической политики в условиях плавающего валютного курса можно также исходить из допущения, что с самого начала экономика находится в равновесии в точке A, в которой все три сектора сбалансированы. Правительство принимает решение о необходимости стимулирования экономического роста (стрелка 1). Первоначальный импульс – рост бюджетных расходов. Увеличение государственных расходов стимулирует внутренний спрос на товары и услуги и сдвигает кривую IS_1 вправо на уровень IS_2 (рис. 12.1А, Б, В, Г). В результате чего промежуточное равновесие достигается в точке B, в которой доход увеличился с Y_1 до Y_2, но процентная ставка растет с r_1 до r_2. Последующая корректировка носит автоматический характер, и ее результаты во многом зависят от проводимой политики в отношении международного движения капитала.

а) Полная немобильность капитала (рис. 12.1А). Поскольку точка B оказалась справа от кривой BP_1, в ней возникает потенциальный дефицит платежного баланса, что приводит к снижению курса национальной валюты и сдвигает кривую BP_1 вправо на уровень BP_2 (стрелка 2). Параллельно, снижение курса увеличивает экспорт и сокращает импорт, что еще более перемещает вправо кривую IS_2 на уровень IS_3, увеличивая дохода до уровня Y_3 (стрелка 3). Новое равновесие всех трех секторов достигается в точке C. Таким образом, при плавающем валютном курсе и полной немобильности капитала использование инструментов бюджетной политики позволяет увеличить совокупное предложение и экономический рост. Происходит это в два этапа: сначала вследствие роста внутреннего спроса в результате увеличения бюджетных расходов, затем автоматически как результат роста экспортного спроса, из-за снижения валютного курса. В данном случае бюджетная политика может считаться высокоэффективным инструментом макроэкономической корректировки.

б) Высокая немобильность капитала (рис. 12.1Б). В ситуации, когда краткосрочный капитал медленнее реагирует на изменение процентной ставки, чем внутренний финансовый рынок кривая BP_1 имеет больший угол наклона, чем кривая LM), рост государственных расходов опять ведет к потенциальному дефициту и возникновению давления на валютный курс в сторону его понижения (стрелка 2). Однако в силу того, что некоторая мобильность капитала возможна, начинается небольшой приток капитала из-за

Рис. 12.1. **Бюджетная политика при плавающем валютном курсе**



рубежа, что приводит к несколько меньшему падению валютного курса. Из-за этого кривая BP_1 сдвигается вправо, но не так значительно, как в предыдущем случае, а только до уровня BP_2. По мере происходящего обесценения валюты растет экспорт, что продвигает кривую IS_2 дальше вправо на уровень IS_3 (стрелка 3). Доход возрастает до Y_3, т.е. остается на несколько более низком уровне, чем при полной немобильности капитала. Таким образом, при плавающем валютном курсе и высокой немобильности капитала макроэкономическая корректировка с помощью бюджетной политики опять-таки обеспечила рост дохода. Это также происходило в два этапа: сначала как результат увеличения внутреннего спроса, затем автоматически как результат роста экспортного спроса. Правда, совокупный рост дохода оказался более низким, чем в условиях полной немобильности капитала, так как из-за притока иностранного капитала снижение курса и, следо-

вательно, последующий рост экспорта оказываются несколько меньшими, чем в предыдущем случае. Тем не менее бюджетная политика продолжает оставаться весьма эффективным инструментом макроэкономической политики.

в) Неполная мобильность капитала (рис. 12.1В). Если краткосрочный капитал сильнее реагирует на изменение процентной ставки, чем внутренний финансовый рынок (кривая BP_1 имеет меньший угол наклона, чем кривая LM), рост государственных расходов ведет к потенциальному положительному сальдо платежного баланса, поскольку точка B оказывается слева от кривой BP_1. Он возникает в результате притока краткосрочного капитала из-за рубежа, который перекрывает дефицит текущего баланса. Возросший спрос на национальную валюту приводит к повышению валютного курса, вследствие чего торговый баланс ухудшается, что сдвигает кривую BP_1 влево на уровень BP_2 (стрелка 2). Снижение экспортного спроса приводит к сокращению агрегированного спроса и сдвигает кривую IS_2 несколько назад, на уровень IS_3 (стрелка 3). Доход, было возросший с Y_1 до Y_2, сокращается до Y_3 (стрелка 4). Таким образом, при плавающем валютном курсе в условиях неполной мобильности капитала макроэкономическая политика с помощью бюджетной политики обеспечивает некоторый рост дохода, но в целом она весьма неэффективна. На первом этапе в результате целенаправленного увеличения бюджетных расходов доход значительно увеличивается, но на втором — автоматически сжимается из-за падения экспортного спроса. С ростом правительственного спроса происходит частичное вытеснение экспортного спроса. Несмотря на то, что рост дохода оказывается значительно меньшим, чем в условиях немобильности капитала, бюджетная политика все же может использоваться для достижения целей макроэкономической политики.

г) Полная мобильность капитала (рис. 12.1Г). В условиях полной мобильности капитала и роста государственных расходов кривая IS_1 перемещается на уровень IS_2, в результате чего опять появится потенциальная возможность возникновения положительного сальдо платежного баланса и роста процентной ставки до r_2. Но поскольку валютный курс плавающий, кривая BP_1 останется на месте, слившись с кривой BP_2, а рост процентной ставки просто приведет к притоку иностранного капитала и, как следствие, росту курса национальной валюты. Промежуточное равновесие в точках B и C просто не удержится сколько-нибудь долго. Рост курса негативно скажется на торговом балансе, сократит экспорт, увеличив импорт, в результате чего кривая IS_2 сдвинется назад на исходный уровень IS_1, в начальную точку равновесия A (стрелка 2). Доход и процентная ставка не изменятся. Таким образом, при плавающем валютном курсе и полной мобильности капитала бюджетная политика полностью неэффективна. Выросший на первом этапе в результате целенаправленного увеличения бюджетных расходов доход на втором этапе автоматически сокращается до исходного уровня из-за падения экспортного спроса. Тем самым возникает эффект вытеснения: экспортный спрос вытесняется точно на величину роста правительственного спроса. В этой ситуации бюджетная политика не может использоваться ни для краткосрочной, ни для долгосрочной макроэкономической корректировки.

Схематически макроэкономическое воздействие бюджетной политики в условиях неполной и полной мобильности капитала можно представить следующим образом:

$$\uparrow G \Rightarrow \uparrow Y \Rightarrow \uparrow r \Rightarrow \uparrow FI \Rightarrow \uparrow E \Rightarrow \downarrow X^n \Rightarrow \downarrow Y.$$

Эффект вытеснения, связанный с увеличением реального процента, еще больше усиливается с ростом валютного курса,

стоимости экспорта и последующим падением экспортного спроса.

Сравнивая эффективность инструментов бюджетной политики при фиксированном и плавающем валютных курсах, можно отметить следующее.

- Бюджетная политика является эффективным инструментом макроэкономической политики при фиксированном курсе и мобильном капитале и при плавающем курсе и немобильном капитале. При фиксированном курсе и немобильном капитале и плавающем курсе и мобильном капитале она неэффективна.

- Использование роста государственных расходов как стимулятора экономического роста в условиях плавающего курса и немобильного капитала приводит к значительно большему росту дохода, чем при фиксированном курсе и мобильном капитале. Это происходит из-за автоматического увеличения экспортного спроса, усиливающего эффект роста дохода от целенаправленного расширения бюджетных расходов.

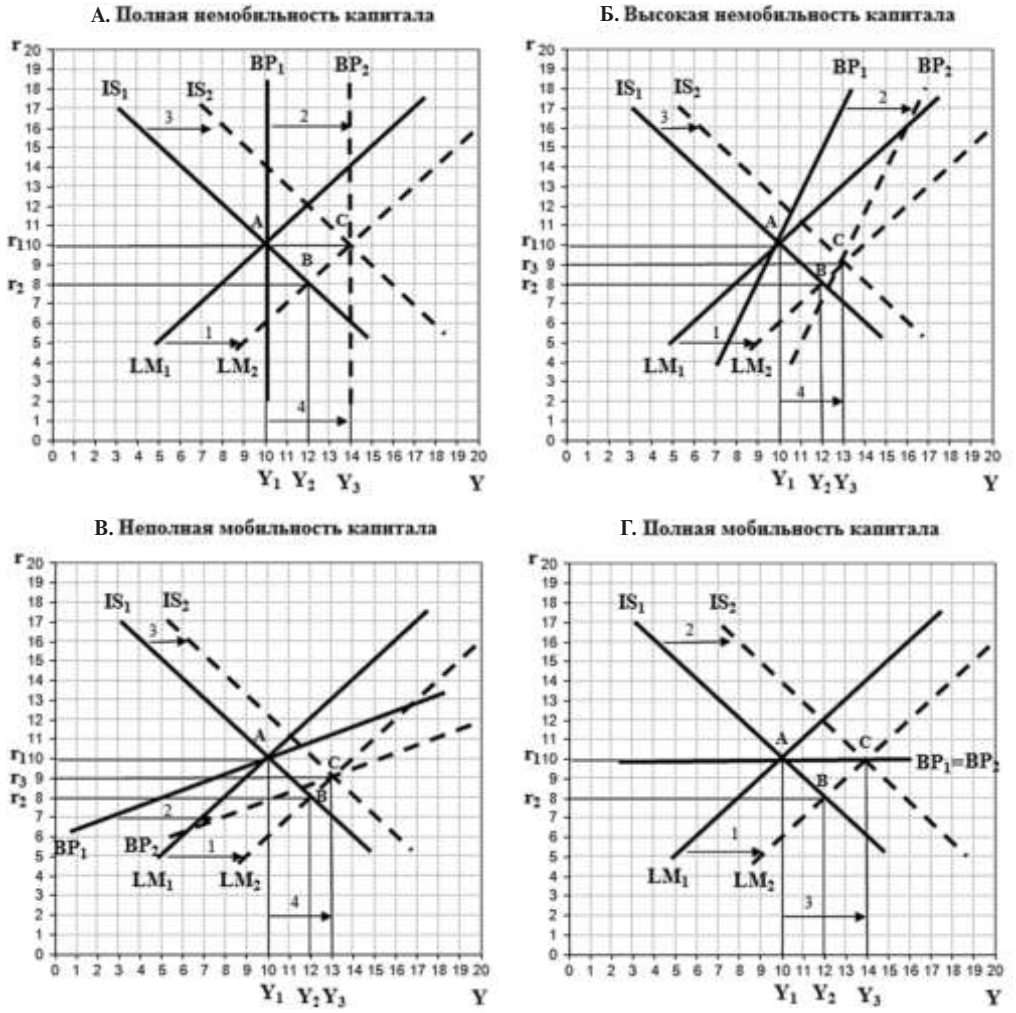
- Эффект вытеснения в результате роста государственных расходов при плавающем валютном курсе отличается от аналогичного эффекта при фиксированном валютном курсе. При плавающем курсе вытесняется чистый экспорт вследствие роста валютного курса, при фиксированном курсе – внутренние инвестиции из-за роста процента.

Монетарная политика

Предположим теперь, что центральный банк решает стимулировать экономический рост с помощью увеличения денежной массы, например, купив государственные облигации, предоставив кредит коммерческим банкам или понизив их норму обязательного резервирования. Первоначальный импульс – рост денежной массы, который сдвигает кривую LM_1 вправо на уровень LM_2 (стрелка 1) (рис. 12.2А, Б, В, Г). В результате чего промежуточное равновесие достигается в точке B, в которой доход увеличился с Y_1 до Y_2, и процентная ставка падает с r_1 до r_2. Совокупное предложение, и как следствие доход, увеличивается в силу роста совокупного спроса со стороны государства, которое получило дополнительное финансирование от центрального банка, купившего его долговые обязательства, и со стороны частного сектора, который получил дополнительные кредиты от банковской системы. Последующая макроэкономическая корректировка носит автоматический характер и, как и в предыдущих случаях, полностью зависит от проводимой политики в отношении международного движения капитала.

а) Полная немобильность капитала (рис. 12.2А). Из-за роста в результате мягкой денежной политики уровня дохода увеличивается импорт, и из-за падения процентной ставки сокращается приток капитала. Это значит, что в точке промежуточного равновесия реального и денежного секторов B потенциально возможно возникновение дефицита платежного баланса, поскольку она находится справа от кривой BP_1. В силу немобильности капитал не может устремиться за границу, однако возросший доход стимулирует импорт. Это провоцирует понижающее давление на курс национальной валюты, поскольку экономические агенты начинают ее обменивать на иностранную валюту, необходимую для оплаты импорта, и курс национальной валюты падает. Снижение курса увеличивает чистый экспорт, что сдвигает кривую BP_1 вправо на уровень BP_2 (стрелка 2). Одновременно рост экспортного спроса стимулирует национальное производство товаров и услуг, что также двигает кривую IS_1 вправо на уровень IS_2 (стрелка 3). Экономика приходит в новое равновесие

Рис. 12.2. **Монетарная политика при плавающем валютном курсе**



в точке *C* при возросшем уровне дохода с Y_1 до Y_2, неизменной процентной ставке и обесценившемся курсе национальной валюты (стрелка 4). Таким образом, при плавающем валютном курсе и полной международной немобильности капитала монетарные инструменты является высокоэффективным средством макроэкономической политики. Она усиливается за счет падения валютного курса, который обеспечивает достижение сбалансированности платежного баланса.

б) Высокая немобильность капитала (рис. 12.2Б). Падение процентной ставки из-за роста денежной массы приводит в данном случае к некоторому оттоку краткосрочного спекулятивного капитала в те страны, где процентная ставка оказалась выше. В отличие от предыдущего случая падение курса национальной валюты, сдвигающее кривую BP_1 вправо на уровень BP_2, происходит как из-за роста дохода и, следовательно, импорта, так и из-за некоторого оттока краткосрочного

капитала за рубеж (стрелка 2). Очевидно, что поскольку на курс влияют уже два фактора, его падение будет большим, чем в первом случае. По мере обесценения валюты улучшается торговый баланс, растет экспорт, что двигает кривую IS_1 вправо на уровень IS_2 (стрелка 3). Доходы от роста чистого экспорта перекрывают потери валюты из-за ее оттока за рубеж вследствие снижения процента. Экономика оказывается в равновесии в точке C при уровне дохода, возросшем в совокупности с Y_1 до Y_3 (стрелка 4). Таким образом, при плавающем валютном курсе и высокой немобильности капитала денежная политика опять-таки является высокоэффективным средством макроэкономической корректировки. Она усиливается за счет более существенного, чем в предыдущем случае, падения валютного курса, что обеспечивает дополнение целенаправленного использования монетарных инструментов автоматическим эффектом улучшения спроса на чистый экспорт.

в) Неполная мобильность капитала (рис. 12.2В). Корректировка в данных условиях отличается от предыдущего варианта только тем, что краткосрочный капитал еще сильнее реагирует на падение процентной ставки. Существенный отток капитала наряду с ростом импорта оказывает еще более сильное понижающее давление на валютный курс, который обесценивается в значительно большей степени, чтобы поддержать равновесие платежного баланса. Соответственно, в отличие от предыдущего случая падение курса национальной валюты, сдвигающее кривую BP_1 вправо на уровень BP_2, происходит как из-за роста импорта, так и из-за сильного оттока краткосрочного капитала за рубеж (стрелка 2). По мере обесценения валюты улучшается торговый баланс, растет спрос на экспорт и внутреннее производство экспортных товаров, что двигает кривую IS_1 вправо на уровень IS_2 (стрелка 3). Растущие доходы от роста чистого экспорта перекрывают потери валюты из-за ее оттока за рубеж вследствие снижения процента. Экономика оказывается в равновесии в точке C при уровне дохода, возросшем с Y_1 до Y_3 (стрелка 4). Денежная политика снова является очень эффективным средством макроэкономической корректировки.

г) Полная мобильность капитала (рис. 12.2Г). В условиях абсолютной мобильности капитала рост денежной массы сдвинет кривую LM_1 вправо на уровень LM_2, что приведет к снижению процентной ставки до уровня r_2 и спровоцирует в условиях полной мобильности капитала очень большой его отток за рубеж. Такой отток капитала приведет к падению курса национальной валюты, что, в свою очередь, будет способствовать росту экспорта и сокращению импорта, т.е. улучшению платежного баланса. Сдвиг кривой BP_1 будет горизонтальным и она сольется с новой кривой BP_2. Экспорт резко возрастет, и рост доходов от роста экспорта точно перекроет их потерю из-за оттока капитала за рубеж. Улучшение платежного баланса будет означать рост внутреннего производства для удовлетворения растущего экспортного спроса, что переместит кривую IS_1 на уровень IS_2 (стрелка 2). В результате экономика входит в новое равновесие в точке C при более высоком уровне дохода Y_3 (стрелка 3).

Схематически действие инструментов денежной политики при плавающем валютном курсе можно представить следующим образом:

$$\uparrow M^s \Rightarrow \downarrow r \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y$$
$$\Rightarrow \downarrow FI \Rightarrow \downarrow E \Rightarrow \uparrow X^n \Rightarrow \uparrow Y$$

Рост национального производства и дохода в результате роста совокупного спроса вследствие расширения денежной массы усиливается за счет роста экспортного спроса вследствие падения валютного курса.

Сравнивая эффективность инструментов монетарной политики при фиксированном и плавающем валютном курсе, необходимо заметить следующее.

- Монетарная политика является эффективным инструментом макроэкономической политики при фиксированном курсе и немобильном капитале, а также плавающем курсе и любой политике в отношении мобильности капитала. При фиксированном курсе и любой политике в отношении мобильности капитала она неэффективна.
- Использование инструментов монетарной политики как стимуляторов экономического роста в условиях плавающего курса и мобильного капитала приводит к значительно большему росту дохода, чем при фиксированном курсе и немобильном капитале. Это происходит из-за автоматического увеличения экспорта, усиливающего эффект роста дохода от целенаправленного расширения денежной политики.
- Несмотря на то, что в условиях плавающего курса денежная политика является эффективным инструментом при всех вариантах политики в отношении движения капитала, максимальный эффект возникает при его полной мобильности, несколько меньший – при его полной немобильности.

Если первоначальный импульс носит противоположный характер – не рост, а сокращение государственных расходов, не ослабление, а ужесточение монетарной политики, то корректировка осуществляется в обратном направлении и имеет точно симметричный характер.

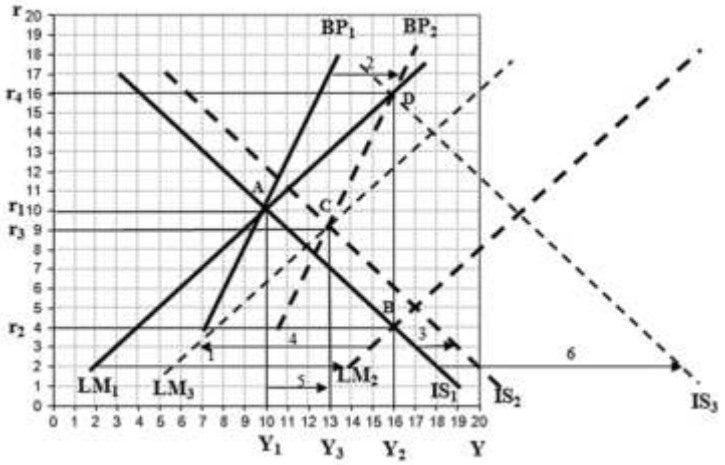
Координация политик

Рассмотренные выше случаи чистого использования бюджетной или монетарной политики в целях макроэкономической корректировки при плавающем валютном курсе являются не более чем теоретической схемой, наглядно показывающей направления действия и эффективность тех или иных инструментов. В реальной жизни встает вопрос об использовании сочетания политик для достижения поставленных целей. Если при фиксированном валютном курсе выбор инструментов вполне очевиден: бюджетная политика при высокой мобильности капитала и валютная политика при любой политике в области движения капитала, то при плавающем валютном курсе и, например, полной немобильности капитала могут использоваться как бюджетная, так и денежная политика.

Рассмотрим наиболее приближенный к реальности случай, когда при плавающем режиме валютного курса существует неполная мобильность капитала (рис. 12.3). В простейшем варианте макроэкономическая корректировка может быть связана, например, с потребностью стимулирования экономического роста, т.е. переведения экономики из одного равновесного состояния в другое, но при более высоком уровне дохода. Допустим, что первоначальное равновесие всех трех секторов существует в точке A, реальный доход находится на уровне Y_1 и процент на уровне r_1. В стране существуют недоиспользованные мощности и задача властей заключается в том, чтобы повысить уровень национального производства до потенциального, который определен как Y_2.

Путем увеличения денежной массы (за счет снижения ставки рефинансирования, увеличения кредитов ЦБ, снижения норм обязательного резервирования и т.п.) центральный банк сдвигает кривую LM_1 на уровень LM_2, что стимулирует снижение процента с r_1 до r_2, в результате чего растут инвестиции и доход увеличивается с Y_1 до Y_2 (стрелка 1). Казалось бы цель роста дохода до потенциального уровня достигнута. Однако в результате расширения денежной массы возникает дисбаланс во внешнем секторе, поскольку

Рис. 12.3. **Последовательное использования бюджетной и денежной политики**



точка B находится справа от кривой BP_1, что в условиях фиксированного курса означало бы дефицит платежного баланса, а в условиях плавающего – автоматическое восстановление равновесия вследствие снижения курса национальной валюты. Это снижение происходит из-за того, что падение процентной ставки провоцирует отток капитала из страны, и спрос на национальную валюту уменьшается. Снижение курса, стимулируя чистый экспорт, рост которого восстановит равновесие во внешнем секторе, перемещает кривую BP_1 вправо, например, на уровень BP_2 (стрелка 2). Параллельно увеличение спроса на экспорт стимулирует производство экспортных товаров и приведет к смещению кривой IS_1 вправо на уровень IS_2 (стрелка 3). Одновременно падение курса сократит спрос на национальную валюту, что сместит кривую LM_2 назад влево до уровня LM_3 (стрелка 4). В результате все три рынка войдут в равновесие в некоторой точке C при более высоком, чем первоначально, уровне дохода Y_3 и в данном случае более низкой процентной ставке r_3 (стрелка 5).

Заметим, что с помощью одного импульса, расширяющего денежную массу, властям не удалось повысить доходы сразу до Y_2, как сначала планировалось. Падение валютного курса отбросило кривую LM_2 несколько назад, снизив тем самым эффект первоначального монетарного импульса. Перед властями возникает дилемма – продолжить расширительную денежную политику и еще одним или несколькими импульсами попытаться достичь равновесия всех трех рынков в точке B на уровне Y_2. Это можно сделать, обеспечив одновременно достаточно низкий уровень реального процента, что должно стимулировать экономический рост. Отрицательной стороной такой политики будет скорее всего всплеск инфляции, поскольку монетарные импульсы практически невозможно так направить, чтобы они только стимулировали реальный рост, не разгоняя при этом инфляцию.

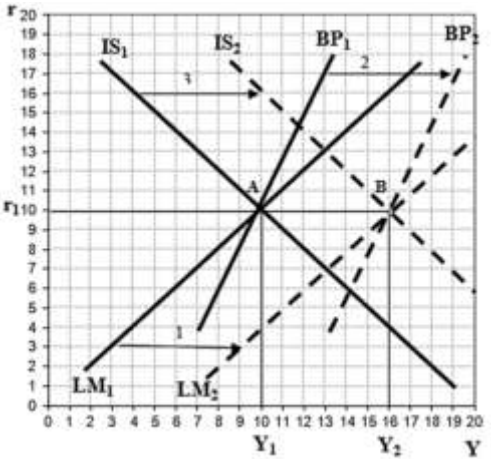
Альтернативный способ достижения потенциального роста – использование только бюджетной политики: за счет роста государственных расходов кривая IS_1 сдвигается на уровень IS_3, с целью увеличения дохода до Y_2, что в конечном счете заставит все три сектора войти в равновесие в точке D (стрелка 6). Это возможный вариант, но, как видно из рисунка 12.3, ценой роста дохода, достигнутого таким способом, будет возросшая до r_4 про-

центная ставка, что в долгосрочном плане обычно означает сокращение инвестиций и, следовательно, будет подавлять экономический рост.

Наиболее оптимальным представляется третий вариант – скоординированное использование монетарной и бюджетной политики. Поскольку при высокой немобильности капитала расширительная монетарная политика ведет к снижению процента, а расширительная бюджетная политика – его повышению, можно найти такую последовательность использования монетарных и бюджетных инструментов, которые одновременно сдвинут кривые *LM* и *IS* вправо, приводя к одновременному смещению кривой *BP* в том же направлении, пока доход ни достигнет искомого уровня Y_2 при неизменном проценте r_1 (рис. 12.4).

Последовательность использования инструментов зависит от относительной чувствительности кривых *LM* и *BP* к изменению реального процента, т.е. их взаимного расположения.

Рис. 12.4. **Параллельное использования бюджетной и денежной политики**



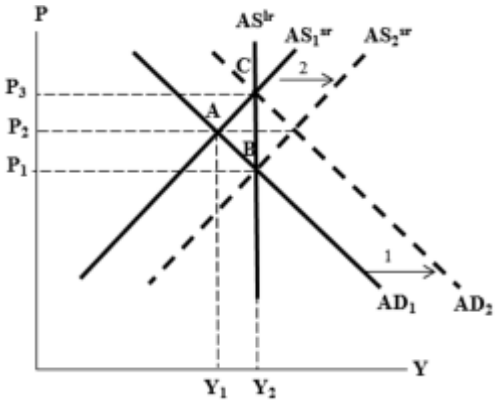
Учет изменения цен

В рамках модели *IS-LM-BP* было установлено, что при плавающем валютном курсе наиболее эффективным инструментом макроэкономической политики является денежная политика. Цены при этом полагались постоянными. Модель баланса совокупного спроса и совокупного предложения (модель *AS-AD*) расширяет этот вывод, показывая, что и при изменяющемся уровне цен монетарная политика является наиболее эффективным инструментом увеличения совокупного спроса именно при плавающем валютном курсе. Напомним, что в рамках этой модели экономика находится в краткосрочном равновесии в любой точке пересечения кривых *AD* и AS^{sr}, тогда как долгосрочное равновесие возникает только в точке пересечения всех трех кривых – *AD*, AS^{sr} и AS^{lr} (рис. 12.5).

Рост предложения денег в ситуации первоначального макроэкономического равновесия оказывает на совокупный спрос такое же воздействие, как и рост бюджетных расходов. Сначала совокупный спрос возрастает и, соответственно, растет удовлетворяющее этот спрос предложение, т.е. производство. Но затем повышаются цены факторов производства, что сокращает краткосрочное совокупное предложение до уровня его долгосрочного естественного уровня. Экономика возвращается в состояние долгосрочного равновесия, но при более высоком общем уровне цен. Тем самым мягкая денежная политика может стимулировать только краткосрочный, весьма непродолжительный экономический рост и занятость, но в долгосрочной перспективе приводит к инфляции.

Если экономика находится в состоянии спада (рис. 12.5), то при плавающем валютном курсе ее можно стимулировать с помощью расширительной монетарной политики. Это увеличит совокупный спрос, сдвинув кривую совокупного спроса вправо, и приведет к долгосрочному равновесию при более высоком уровне инфляции P_1. Если правительство решает не вмешиваться в процесс макро-

Рис. 12.5. **Экономический рост при использовании монетарных инструментов в условиях неполной занятости**



экономической корректировки, то недостаточный спрос рано или поздно приведет к падению цен и росту краткосрочного предложения, смещая ее кривую вправо до тех пор, пока макроэкономическое равновесие не будет достигнуто, но при более низком уровне цен P_1. По мере падения цен растет денежная масса в реальном выражении, увеличивается экспорт, улучшается платежный баланс. Важнейшее ограничение корректировки в данном случае заключается в том, что сокращение цен означает и сокращение зарплат, и, скорее всего, занятости. В реальном мире можно заморозить зарплаты, но обеспечить прямое сокращение зарплаты практически невозможно.

Если денежная политика является главным инструментом в руках правительства страны, переживающей спад, то главный выбор, который оно должно сделать, заключается в следующем. Что более эффективно и менее социально болезненно: относительно быстрое стимулирование экономики, ведущее к всплеску инфляции и, следовательно, падению реального жизненного уровня, или же постепенная и долгая автоматическая корректировка за счет рыночных сил, ведущая к большой потере альтернативных возможностей из-за недопроизводства и высокой безработицы? Очевидно, что практическое решение этой дилеммы лежит за пределами экономической науки и зависит от степени социально-политической стабильности в обществе, уровня гибкости цен и восприимчивости экономической системы к реформам.

Вывод открытой экономики из состояния краткосрочного спада, как было показано ранее, является достижимой целью экономической политики государств при различных режимах валютного курса. Однако, как известно, главной целью развития выступает все-таки не краткосрочный, а долгосрочный экономический рост. В международном сообществе все большую поддержку находит концепция не просто достижения роста любой ценой, а достижения «высококачественного роста».

@ *Высококачественный рост (high-quality growth)* – долгосрочное и непрерывное экономическое развитие страны, которое обеспечивает рост занятости, сокращение бедности, гарантирует справедливое распределение доходов, не угрожает окружающей среде и уважает права человека.

Главные параметры высококачественного роста следующие.

- Здоровая макроэкономическая политика, включающая жесткую антиинфляционную денежную политику, сбалансированную бюджетную политику и реалистичный валютный курс.
- Активная структурная политика, создающая благоприятную рыночную среду для роста и включающая приватизацию и демонополизацию экономики на фоне развития сбалансированной правовой системы рыночной ориентации.
- Либеральный торговый и валютный режим, обеспечивающий открытость экономики для торговли и инвестиций, которые являются важнейшим источником передовых технологий и роста эффективности производства.

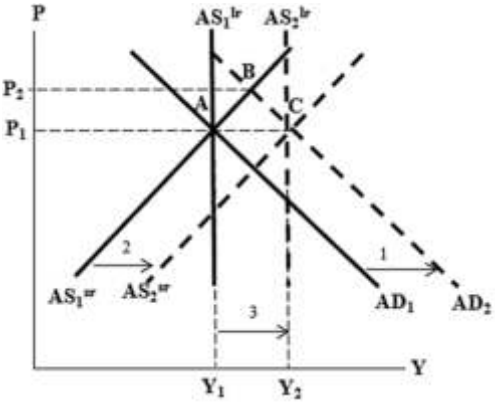
• Активная и изобретательная социальная политика, включая создание механизма целевых социальных гарантий для наиболее нуждающихся и социальных амортизаторов на период экономических реформ (*social safety nets*), развитие системы образования и проведение политики сокращения излишнего роста численности населения.

• Хорошее государственное управление (*good governance*), означающее правительство, служащее интересам всего общества, а не узких его слоев, открытое и восприимчивое для критики, вмешивающееся в экономику только в необходимых случаях и в очень ограниченных масштабах, правительство, которое борется и побеждает коррупцию.

С концептуальной точки зрения в рамках рассматриваемой нами модели *AS-AD* долгосрочный рост означает постоянный сдвиг кривой долгосрочного предложения AS_1^{lr} вправо. Рост потенциального уровня производства возможен только в результате принципиальных изменений в факторах производства – роста объемов и качества рабочей силы, открытия и разработки новых природных ресурсов, притока новых инвестиций, капитала, создания принципиально новых технологий. Теоретически государственные власти, используя бюджетную или монетарную политику или какую-то их комбинацию, могут целенаправленно стимулировать долгосрочный рост. Стимулирование долгосрочного роста можно проиллюстрировать следующим образом (рис. 12.6).

Если страна изначально находится в точке *A* долгосрочного равновесия на пересечении кривых AD_1, AS^{lr} и AS^{sr}, то, расширив денежную массу или нарастив реальные бюджетные расходы, можно довольно быстро увеличить внутренний спрос, сдвинув кривую AD_1 вправо на уровень AD_2 (стрелка 1). Это подхлестнет инфляцию и промежуточное равновесие, как уже известно, возникнет в точке *B* при более высоком уровне цен P_2. Все происходит так же, как в предыдущем случае. Однако, если согласиться с тем, что целенаправленная макроэкономическая политика может стимулировать не только краткосрочный, но и долгосрочный рост, необходимо признать, что в результате расширительной монетарной и бюджетной политики в какой-то степени увеличится краткосрочное предложение, что сдвинет вправо кривую AS_1^{sr} на уровень AS_2^{sr} (стрелка 2), а также и долгосрочное предложение, что сдвинет вправо кривую AS_1^{lr} на уровень AS_2^{lr} (стрелка 3). О положении точки *C*, означающей новое долгосрочное равновесие на пересечении всех трех кривых, достоверно известно только то, что она должна быть справа от точки исходного равновесия *A*, так, чтобы $Y_2 > Y_1$.

Рис. 12.6. **Стимулирование экономического роста**



При этом с ценами может произойти все что угодно. На рисунке 12.6 уровень цен после корректировки остался таким же, как и до корректировки. Хотя нет никакой гарантии, что все инфляционное давление от накачивания денег в экономику будет перекрыто адекватным ростом предложения и что общий уровень цен не окажется несколько выше первоначального. Возможна и обратная ситуация: реакция со стороны предложения на воз-

росший спрос окажется настолько бурной, что общий уровень цен снизится по сравнению с докорректировочным.

Теоретически чем дальше вправо удастся сместить кривую долгосрочного предложения, тем выше будет долгосрочный рост производства и занятости. Воздействие макроэкономической политики на темпы роста определяются эконометрическими методами. Результаты расчетов сильно различаются в зависимости от типа экономики, времени их проведения, базового периода, избранных переменных и многих других параметров и поэтому могут использоваться в процессе принятия решений по вопросам макроэкономической политики только как один, хотя и важный, ориентир. Итак, в условиях реальной открытой рыночной экономики уровень внутренних цен может меняться и является наряду с плавающей процентной ставкой и гибким валютным курсом, если таковой используется в данной стране, еще одним механизмом автоматической макроэкономической адаптации открытой экономики к изменившимся внутренним или международным макроэкономическим условиям.

Адаптация открытой экономики к экзогенным шокам

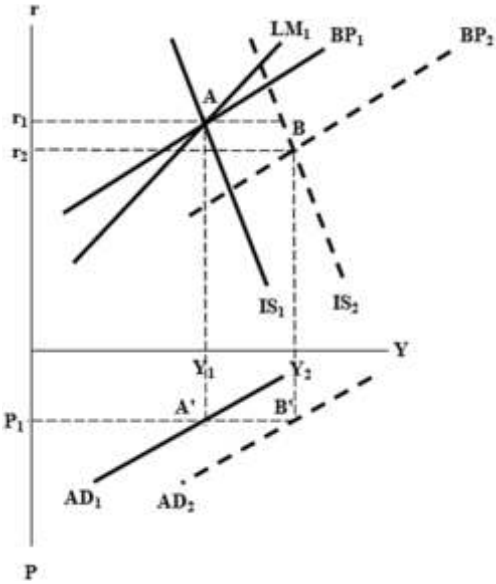
Рассмотренные выше теории макроэкономического баланса в открытой экономике могут быть использованы для объяснения механизма ее адаптации к экзогенным шокам – таким изменениям в международной экономике, которые не зависят от экономической политики данной страны и находятся за пределами контроля ее властей. Экзогенные шоки могут происходить из реального, денежного, бюджетного и внешнего секторов. Поскольку любые изменения в положении кривых *IS*, *LM*, *BP* могут оказывать влияние на положение кривой *AD*, проиллюстрировать процесс адаптации открытой экономики к экзогенным шокам можно путем одновременного использования моделей *IS-LM-BP* и *AS-AD*. При этом наблюдается неполная мобильность капитала, т.е. что кривая *BP* более полога, чем кривая *LM*.

Наиболее типичными из шоков, происходящих из реального сектора, являются изменение уровня мировых цен на главные экспортные или импортные товары данной страны и изменение вкусов и предпочтений потребителей.

- *Изменение цен*. Автоматическая корректировка открытой рыночной экономики происходит в результате возникновения некоторых внешних явлений, которые могут оказывать влияние на экономику данной страны. Открытая экономика может автоматически адаптироваться к крупным макроэкономическим шокам, например изменению мировых и внутренних цен (рис. 12.7).

@ *Шок от зарубежных цен (foreign price shock)* – корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между нацио-

Рис. 12.7. **Макроэкономические шоки**



нальными и международными ценами из-за роста или падения последних.

@ *Шок от внутренних цен (domestic price shock)* – корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между международными и национальными ценами из-за роста или падения последних.

Если товар, цена которого неожиданно возросла на мировом рынке, является экспортным товаром данной страны, то ее экспорт немедленно возрастет, что сдвинет кривую BP вправо. Рост экспортного спроса потребует соответствующего увеличения производства, что будет означать сдвиг кривой *IS* также вправо. Однако приток иностранной валюты увеличивает спрос на национальную валюту, в результате чего возникает повышающее давление на ее курс. А рост экспортного производства в реальном секторе означает рост спроса на его финансирование, что создает аналогичное повышающее давление на процентную ставку. Дальше все зависит от того, какой режим валютного курса имеет данное государство. Если курс фиксированный, то центральный банк, поддерживая его, скупает излишнюю иностранную валюту, увеличивая тем самым предложение национальной валюты, удерживая кривую *BP* на месте, но двигая кривую *LM* также вправо. Это означает рост производства, что при неизменном уровне внутренних цен означает рост совокупного спроса с AD_1 до AD_2.

При плавающем валютном курсе ситуация иная. В результате перемещения кривой *IS* появляется потенциальная возможность возникновения положительного сальдо платежного баланса. В результате притока иностранного капитала курс национальной валюты начинает расти. Это сокращает экспорт и увеличивает импорт, т.е. возникает тенденция, противоположная первоначальной. Как следствие кривые *IS* и *BP* возвращаются в начальное положение, а макроэкономическое равновесие возвращается в начальную точку. Кривая совокупного спроса, было переместившаяся вправо до AD_2, также возвращается в свое начальное положение AD_1.

Вывод очевиден: при фиксированном валютном курсе макроэкономический шок от роста мировых цен на экспортный товар привел к долгосрочному росту дохода и совокупного спроса в данной стране, тогда как при плавающем валютном курсе он вызвал корректировку валютного курса и не привел к сколько-нибудь продолжительному росту доходов и совокупного спроса. Любой шок, возникший в реальном секторе за рубежом, будет иметь прямое воздействие на уровень спроса в открытой экономике при фиксированном режиме ее валютного курса, но не окажет никакого воздействия на спрос, если ее курс плавающий.

• *Изменение вкусов и предпочтений внутри страны.* Другим весьма распространенным шоком, происходящим из реального сектора, только теперь уже своей страны, является сдвиг вкусов и предпочтений потребителей в пользу национальных товаров. Это обычно является результатом массированной рекламы, а иногда и законодательных актов, требующих от потребителей покупать национальные товары, от производителей – использовать определенную долю национальных компонентов при выпуске готовой продукции, от работодателей – нанимать определенную часть местной рабочей силы и т.д. В этой ситуации кривая *IS* сместится вправо, ибо импорт сократится.

При фиксированном валютном курсе будут достигнуты положительное сальдо платежного баланса и рост предложения денег, что сдвинет кривую *LM* также вправо. Автоматическая корректировка закончится тогда, когда все три сектора придут в одновременное равновесие при более высоком уровне доходов. Очевидно, что в этом случае совокупный спрос

увеличится и его кривая также сместится вправо при неизменном уровне цен. При плавающем режиме валютного курса потенциально возможное положительное сальдо платежного баланса приведет к росту курса национальной валюты. Расходы переключатся с иностранных на национальные товары, спрос на национальную валюту возрастет. По мере роста ее курса обе кривые – *IS* и *BP* – начнут двигаться назад влево к своему первоначальному положению, и автоматическая корректировка закончится на том же уровне, на котором она началась до сдвига во вкусах и предпочтениях в пользу национальных товаров. Краткосрочный всплеск совокупного спроса довольно быстро исчерпает себя. Таким образом, любой макроэкономический шок, возникший в реальном секторе внутри страны, будет оказывать прямое воздействие на уровень спроса в открытой экономике при фиксированном режиме ее валютного курса, но никак не повлияет на спрос, если ее курс будет плавающим.

• *Изменение мировой процентной ставки*. Шок, заключающийся в резком росте мировых процентных ставок, приведет к оттоку краткосрочного капитала из данной страны, в результате чего при фиксированном валютном курсе возникнет дефицит платежного баланса, а при плавающем – потенциально возможный дефицит.

@ *Шок от зарубежной процентной ставки (foreign interest rate shock)* – корректировки в открытой экономике, происходящие в результате резкого изменения пропорций между национальными и международными процентными ставками из-за роста или падения последних.

Воздействие на совокупный спрос опять-таки будет различным. При фиксированном курсе кривая *BP* сначала сдвинется влево, поскольку при неизменном курсе потребуется более высокая национальная процентная ставка для сохранения баланса во внешнем секторе. Параллельно ЦБ, продавая валюту из резервов для поддержания курса, сократит предложение национальной валюты, что сдвинет кривую *LM* также влево. Следовательно, при неизменном уровне цен кривая совокупного спроса также передвинется влево, обозначив тем самым падение уровня совокупного спроса в данной стране. При плавающем валютном курсе дефицита платежного баланса, как известно, не возникает. Появляется лишь потенциальная возможность его возникновения, и изменение курса автоматически нивелирует имеющийся дисбаланс. Обесценение курса национальной валюты приводит к росту экспорта и сокращению импорта, что, естественно, двигает обе кривые *IS* и *BP* вправо, оставляя кривую *LM* на месте. В результате кривая *AD* также смещается вправо, что означает рост совокупного спроса при постоянном уровне цен. Таким образом, механизмы адаптации экономики в ответ на шок, связанный с изменением мировой процентной ставки, прямо противоположны при фиксированном и при плавающем валютном курсе. При обратной ситуации – падении мировых процентных ставок – автоматическая адаптация открытой экономики происходит в зеркальном отражении. Таким образом, макроэкономический шок, происходящий из денежного сектора зарубежной страны, оказывает влияние на совокупный спрос в открытой экономике, но направление его изменения (рост или сокращение) зависит от режима валютного курса.

• *Изменение национальной процентной ставки*. Другой типичный шок может происходить из денежного сектора своей страны. Средний уровень процента в своей стране может возрасти, например, в силу рестриктивной монетарной политики ЦБ.

@ *Шок от национальной процентной ставки (domestic interest rate shock)* – корректировка в открытой экономике, про-

исходящая в результате резкого изменения пропорций между мировой и национальной процентной ставкой из-за роста или падения последней.

Поскольку отток краткосрочного капитала за рубеж сократится, кривая *BP* сдвинется вправо, создав реальное положительное сальдо платежного баланса при фиксированном валютном курсе и потенциальную возможность возникновения такого сальдо при плавающем курсе. В первом случае кривая *LM* сдвигается вправо, что стимулирует экономический рост и, соответственно, рост совокупного спроса, – кривая *AD* также уйдет вправо. Во втором случае рост курса национальной валюты ухудшит текущий баланс, что сдвинет кривые *BP* и *IS* влево. Это будет означать падение доходов и сокращение совокупного спроса – кривая *AD* переместится влево. Обобщаем: макроэкономический шок, происходящий из денежного сектора своей страны, оказывает влияние на совокупный спрос в открытой экономике, но направление его изменения (рост или сокращение) зависит от режима валютного курса. Влияние экзогенных шоков на совокупный спрос обобщено в таблице 12.1.

Рассмотренный механизм межстрановой передачи экзогенных шоков свидетельствует, что чем выше уровень экономической открытости страны, тем сильнее воздействие на нее экономической политики других стран, прежде всего ее торговых партнеров. Особенно это справедливо в условиях плавающего режима валютного курса. Например, рост процентной ставки в большой стране, в частности как средство борьбы с инфляцией, немедленно приведет к росту процентной ставки во всех малых странах, являющихся ее торговыми партнерами. Но во многих из них правительства не захотят повышения процентных ставок, поскольку это может подавить инвестиции. Чтобы воспрепятствовать росту процентных ставок, правительства малых стран увеличивают предложение денег, что вызывает потенциальный дефицит платежного баланса. Национальная валюта малых стран обесценивается, но и процентная ставка сокращается. У большой страны, напротив, национальная валюта дорожает, экспорт и доходы падают. Следовательно, при принятии решений в области экономической политики правительства стран, особенно значимых с точки зрения влияния на международную экономику, вынуждены учитывать их последствия друг для друга и других, особенно малых, стран. Стремление обеспечить согласованные действия в главных областях экономической политики привело к созданию разветвленного механизма межгосударственной макроэкономической координации.

Наиболее возможные последствия макроэкономической корректировки в рамках модели *IS-LM-BP* при различных режимах валютного курса и проводимой в стране политики в отношении международной мобильности капитала суммированы в таблице 12.2.

Таблица 12.1. **Влияние шоков на совокупный спрос в отрытой экономике**

Шок	Фиксированный курс	Плавающий курс
Рост/падение спроса на экспорт	Рост/Сокращение AD	Неизменный AD
Рост/падение зарубежной процентной ставки	Сокращение/Рост AD	Сокращение/Рост AD
Мягкая/жесткая монетарная политика	Неизменный AD	Рост/Сокращение AD
Мягкая/жесткая бюджетная политика	Рост/Сокращение AD	Неизменный AD

Таблица 12.2. **Сравнительная эффективность инструментов макроэкономической политики**

Политика движения капитала	Бюджетная политика	Монетарная политика	Валютная политика
Фиксированный валютный курс			
Полная немобильность	*Полностью неэффективна*, эффект вытеснения перекрывает эффект роста	*Полностью неэффективна* в длинном периоде, приводит к потере валютных резервов, но частично эффективна в коротком периоде.	*Эффективна*, рост внутреннего спроса усиливается ростом внутреннего кредита
Высокая немобильность	*Частично эффективна в коротком периоде*, полностью неэффективна в длинном периоде. Эффекта вытеснения в значительной степени перекрывает эффект роста.	*Полностью неэффективна* в длинном периоде, приводит к потере валютных резервов, но частично эффективна в коротком периоде.	*Эффективна,* рост внутреннего спроса усиливается ростом внутреннего кредита и существенным ростом инвестиций
Неполная мобильность	*Весьма эффективна*: эффект роста подкрепляется эффектом усиления вследствие расширения денежной массы за счет притока иностранного капитала	*Полностью неэффективна*, приводит к потере валютных резервов	*Эффективна*, рост внутреннего спроса усиливается ростом внутреннего кредита и некоторым ростом инвестиций
Полная мобильность	*Высокоэффективна*: эффект роста усиливается эффектом усиления вследствие расширения денежной массы за счет притока иностранного капитала	*Полностью неэффективна*, приводит к быстрой потере валютных резервов	*Эффективна*, усиливается сильным ростом внутреннего кредита
Плавающий валютный курс			
Полная немобильность	*Высокоэффективна*, усиливается снижением валютного курса и последующим ростом экспорта	*Весьма эффективна*, приводит к росту дохода и снижению валютного курса	Отсутствует
Высокая немобильность	*Весьма эффективна*, усиливается снижением валютного курса и последующим некоторым ростом экспорта	*Весьма эффективна*, приводит к росту дохода и существенному снижению валютного курса	Отсутствует
Неполная мобильность	*Частично эффективна*, рост дохода частично погашается вытеснением экспорта из-за роста валютного курса	*Высокоэффективна*, усиливается ростом экспорта	Отсутствует
Полная мобильность	*Полностью неэффективна*, рост дохода в результате роста бюджетных расходов полностью вытесняется снижением экспортного спроса вследствие роста валютного курса.	*Высокоэффективна*, усиливается ростом экспорта	Отсутствует

Как видно, трилемма отрытой экономики (или «невозможная троица»), о которой шла речь в параграфе 10 гл. 3, четко прослеживается при сравнительном анализе инструментов макроэкономической политики. Правительство одновременно хотело бы достичь трех целей: неизменности валютного курса, полной мобильности капитала и эффективной монетарной политики, однако в реальности это невозможно. Если власти стремятся поддерживать фиксированный валютный курс и обеспечивать полную открытость страны для международного движения капитала, в их распоряжении остается только один инструмент макроэкономической политики – бюджетная политика. Если власти готовы отпустить валютный курс в свободное плавание и намереваются продолжать поддерживать открытость страны в отношении международных потоков капитала, им придется полагаться также преимущественно только на один инструмент – монетарную политику.

Сравнительная эффективность инструментов

Каждому проиллюстрированному варианту макроэкономических инструментов можно присвоить следующие рейтинги: инструмент отсутствует (0), инструмент имеется, но полностью неэффективен (1), инструмент частично эффективен (2), инструмент весьма эффективен (3) и инструмент высокоэффективен (4). Это позволит определить относительную эффективность отдельных инструментов и их комбинаций (таблица 12.3). Рейтинг в данном случае — числовой показатель, отображающий значимость каждого инструмента в определенных институциональных условиях.

Таблица 12.3. **Эффективность сочетаний инструментов макроэкономической политики**

Политика движения капитала	Бюджетная политика	Монетарная политика	Валютная политика	Итого
Фиксированный валютный курс				
Полная немобильность	1	1	4	6
Высокая немобильность	2	1	4	7
Неполная мобильность	3	1	4	8
Полная мобильность	4	1	4	9
Итого	10	4	16	30
Плавающий валютный курс				
Полная немобильность	4	3	0	7
Высокая немобильность	3	3	0	6
Неполная мобильность	2	4	0	6
Полная мобильность	1	4	0	5
Итого	10	14	0	24
Оба режима валютного курса				
Полная немобильность	5	4	4	13
Высокая немобильность	5	4	4	13
Неполная мобильность	5	5	4	14
Полная мобильность	5	5	4	14
Итого	20	18	16	54

Как видно, бюджетная политика имеет наивысший рейтинг (20) и может считаться наиболее эффективным инструментом макроэкономической политики в целом, независимо от режима валютного курса и степени открытости страны движению капитала. За ней следуют монетарная политика (18) и валютная политика (16). При этом в условиях фиксированного режима валютного курса применение валютной политики является более эффективным для исправления макроэкономических дисбалансов (16), чем бюджетной (10), тогда как при плавающем курсе монетарная политика может считаться наиболее эффективной (14) наряду с бюджетной (10). Что касается наиболее эффективных сочетаний инструментов, то как следует их крайней правой колонки, власти в целом обладают наиболее сильными рычагами воздействия на экономику в условиях фиксированного валютного курса (30), а не плавающего курса (24). Наиболее действенным может считаться сочетание валютной и бюджетной политики в условиях полной и неполной мобильности капитала и фиксированного валютного курса (соответственно 9 и 8). Также весьма эффективны сочетания валютной и бюджетной политики при высокой немобильности капитала и фиксированном курсе, а также бюджетной и монетарной политики в условиях полной немобильности капитала и плавающем режиме валютного курса (рейтинг 7 в обоих случаях).

РЕЗЮМЕ

1. В условиях плавающего валютного курса для осуществления целенаправленной макроэкономической корректировки в распоряжении правительства остаются только инструменты бюджетной и денежной политики. При свободно плавающем режиме валютного курса валютная политика не является самостоятельным инструментом макроэкономической политики. Она сводится к наблюдению за изменениями плавающего валютного курса и влиянию на него с помощью других экономических инструментов. В этих условиях правительство придает некий первоначальный импульс государственной макроэкономической политике, используя для этого те или иные инструменты экономической политики. Последующая адаптация экономики происходит автоматически под влиянием объективных экономических закономерностей.

2. При плавающем режиме валютного курса бюджетная политика выступает эффективным средством корректировки только в условиях полной или высокой немобильности капитала. Рост государственных расходов приводит к росту доходов. При полной и неполной мобильности капитала возникает эффект полного или частичного вытеснения государственными расходами экспорта, в результате чего бюджетная политика становится малоэффективной. Использование роста государственных расходов как стимулятора экономического роста в условиях плавающего курса и немобильного капитала приводит к значительно большему росту дохода, чем при фиксированном курсе и мобильном капитале. Рост государственных расходов при плавающем валютном курсе вызывает эффект вытеснения чистого экспорта вследствие роста валютного курса.

3. Монетарная политика является эффективным средством макроэкономической корректировки на фоне практически любой политики в отношении движения капитала. Эффект вытеснения отсутствует. Использование инструментов монетарной политики как стимуля-

торов экономического роста в условиях плавающего курса и мобильного капитала приводит к значительно росту дохода, что происходит из-за автоматического увеличения экспорта, усиливающего эффект роста дохода от целенаправленного расширения денежной политики. Несмотря на то, что в условиях плавающего курса денежная политика является эффективным инструментом при всех вариантах политики в отношении движения капитала, максимальный эффект возникает при его полной мобильности, несколько меньший – при полной немобильности.

4. В силу того, что и бюджетная, и монетарная политики в условиях невысокой мобильности капитала при плавающем валютном курсе могут быть относительно эффективными инструментами макроэкономической политики, правительство должно использовать то или иное их сочетание для достижения поставленных целей. Поскольку при высокой немобильности капитала расширительная монетарная политика ведет к снижению процента, а расширительная бюджетная политика – к его повышению, можно найти такую последовательность при использовании монетарных и бюджетных инструментов, которая одновременно позволит увеличить уровень дохода при неизменном уровне процента.

5. Правительство страны, находящейся в состоянии экономического спада, должно сделать принципиальный выбор путей его преодоления – через постепенную автоматическую адаптацию экономики к новым условиям либо путем ее целенаправленной корректировки. Теория показывает, что в обоих случаях объем производства увеличится на непродолжительное время, но в долгосрочной перспективе он не сможет превысить потенциальный уровень. Первый путь ведет к снижению инфляции и даже общего уровня цен, но требует слишком много времени, в результате чего социальная цена автоматической корректировки может оказаться неприемлемой. Второй путь – к общему росту цен, но корректировка может быть осуществлена быстро, что особенно важно, когда проблемы роста и безработицы нужно решать немедленно. Целенаправленное использование бюджетных или денежных инструментов или их комбинации будет стимулировать долгосрочный рост.

6. Открытая макроэкономика может адаптироваться к экзогенным шокам. Такие шоки могут проистекать из любого из четырех основных секторов экономической деятельности как в зарубежных странах, так и в своей стране. Наиболее типичными являются шоки реального сектора, связанные с повышением мировых цен на товары национального экспорта или импорта, с изменением вкусов и предпочтений потребителей, а также шоки, происходящие из денежного сектора, выражающиеся прежде всего в росте мировых или национальных процентных ставок и изменении инвестиционных предпочтений. Влияние этих шоков на совокупный спрос в критической степени зависит от характера валютного курса, существующего в данной стране. При плавающем валютном курсе шоки, приводящие к изменению размеров национального экспорта, не оказывают влияния на совокупный спрос. Шоки, связанные с изменением уровня процента, воздействуют на масштабы движения капитала и совокупный спрос при любом режиме валютного курса.

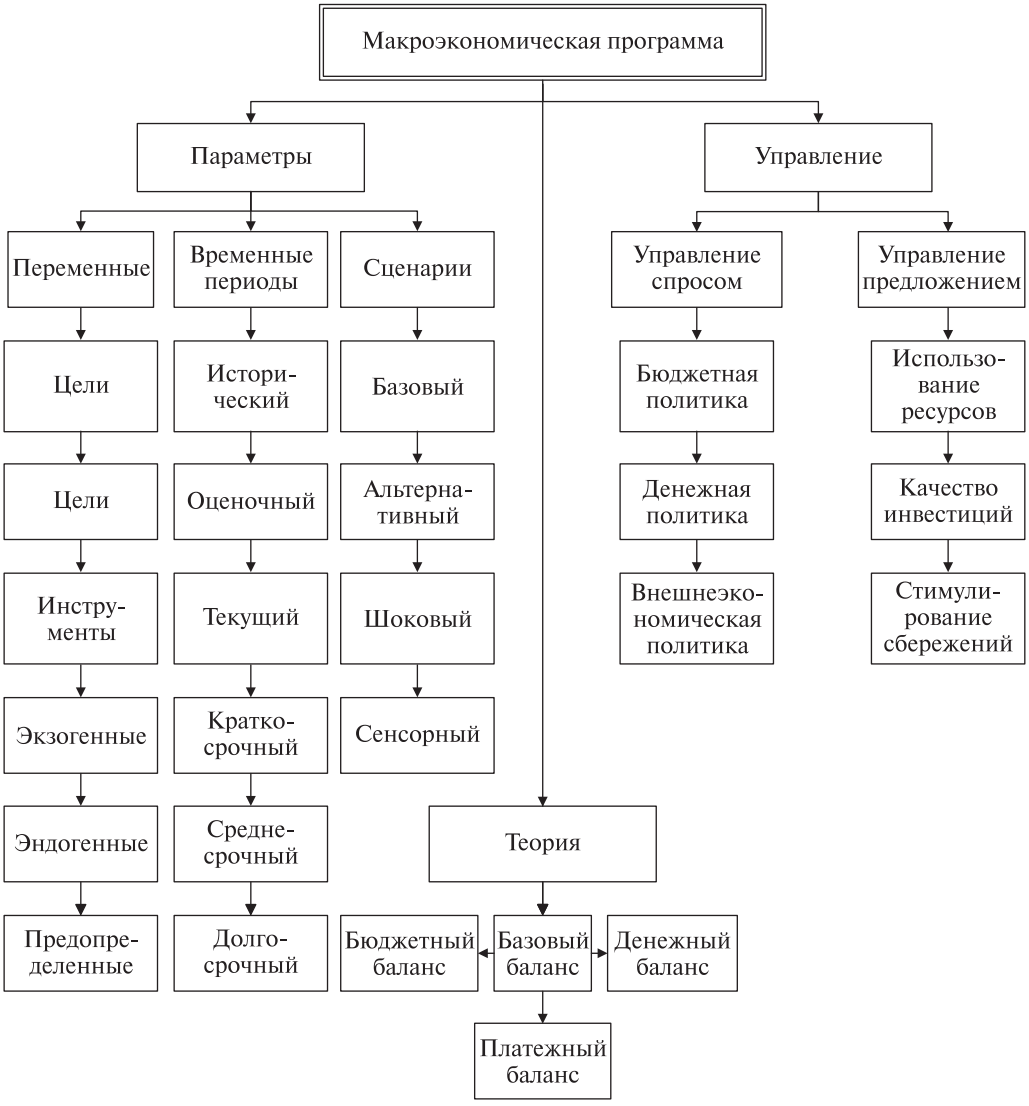
7. С точки зрения эффективности отдельных инструментов макроэкономической политики, бюджетная политика может считаться наиболее эффективным инструментом, независимо от режима валютного курса и степени открытости страны движению капитала. За ней следуют монетарная политика и валютная поли-

тика. В условиях фиксированного режима валютного курса наибольший эффект для исправления макроэкономических дисбалансов приносит валютная политика по сравнению с бюджетной, тогда как при плавающем режиме более эффективной считается монетарная политика, чем бюджетная. При сочетании различных инструментов власти обладают наиболее сильными рычагами воздействия на экономику при фиксированном, а не плавающем валютном курсе. Наиболее действенным может считаться сочетание валютной и бюджетной политики в условиях полной и неполной мобильности капитала и фиксированного валютного курса.

Глава 4

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ ПРОГРАММИРОВАНИЕ

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Активные программы
Альтернативный сценарий
Базовый сценарий
Внешняя устойчивость
Глобальная экономическая среда
Глобальные экономические допущения
Долгосрочный период
Допущения
Исторический период
Краткосрочный период
Макроэкономическая корректировка
Макроэкономическая программа
Макроэкономическая устойчивость
Оценочный период
Пассивные программы
Политика регулирования предложения
Прогноз
Сенсорный сценарий
Среднесрочный период
Текущий период
Управление предложением
Управление спросом
Шоковый сценарий

13. ТЕОРИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОГРАММИРОВАНИЯ

Параметры макроэкономической программы

Макроэкономическое программирование представляет собой процесс составления плана достижения поставленных макроэкономических целей. Он охватывает этапы постановки целей, оценки существующей ситуации и определения механизмов решения идентифицированных проблем. Основная цель макроэкономического программирования – обеспечение макроэкономической устойчивости.

@*Макроэкономическая устойчивость (macroeconomic sustainability)* – одновременное достижение внутреннего и внешнего балансов.

- Внутренний баланс – уровень производства и цен, которые обеспечивают полную занятость (безработица и другие неиспользованные факторы < 3%) при устойчиво низком уровне инфляции (2–3%).
- Внешний баланс – положение платежного баланса, которое не приводит к резкому изменению уровня курса национальной валюты.

Как уже отмечалось, в аналитических и практических целях экономику можно разделить на четыре взаимосвязанных сектора – реальный, денежный, бюджетный и внешний. В подавляющем большинстве стран мира именно эти секторы экономики наиболее полно отражены в статистике, что позволяет осуществлять не только количественный, но и качественный анализ. И наконец, именно такое аналитическое представление экономики позволяет перепроверить показатели одних секторов через показатели других, что чрезвычайно важно для обеспечения содержания макроэкономической программы.

Внутренний баланс включает балансы реального, бюджетного и монетарного секторов. Внешний баланс отражает экономические связи каждого из этих секторов с остальным миром. Экономические сделки внутри каждого сектора и между секторами фиксируются в рамках системы национальных счетов, с одной стороны, как сделки по производству и торговле товаров и услуг, а с другой – как соответствующие им финансовые расчеты. Баланс сделок каждого сектора, по опре-

делению, должен быть равен нулю. Разность доходов и расходов каждого сектора составляют его сбережения. Если в каком-либо из секторов доходы меньше расходов, то возникающий таким образом дефицит сбережений должен быть профинансирован за счет другого сектора. Например, дефицит государственного бюджета может быть профинансирован за счет кредита правительству со стороны денежного сектора. Если же возникнет ситуация, когда расходы страны в целом – ее внутренних секторов (реального, бюджетного и денежного) – меньше доходов, генерируемых этими секторами, то возникает ситуация дефицита сбережений в стране в целом, который может быть покрыт только за счет чистых сбережений других стран.

В результате внешний сектор, происходящие события в котором объединяются в платежном балансе, является агрегированным отражением ситуации со сбережениями во всех других секторах. По состоянию платежного баланса можно с известной степенью условности судить как о состоянии экономики на определенный момент, так и о возможных проблемах на пути ее дальнейшего развития. Поэтому достижение устойчивости платежного баланса является главной целью программ макроэкономической корректировки.

@ *Внешняя устойчивость (external sustaiability)* – поддержание сбалансированности международных платежей на фоне приемлемых темпов долгосрочного неинфляционного роста.

Сбалансированность международных платежей отнюдь не означает равенства платежного баланса нулю. Имеется в виду такое состояние платежного баланса страны, при котором ни финансирование его отрицательного сальдо, ни наличие положительного сальдо не подрывают экономический рост в долгосрочной перспективе. Соответственно необходимо четко различать краткосрочную несбалансированность платежного баланса, которая связана преимущественно с движением краткосрочного капитала и может быть исправлена с помощью быстрых корректировочных мер, и долгосрочную несбалансированность, которая вызвана структурными проблемами экономики, ведет к накоплению внешней задолженности и может быть преодолена только путем глубоких экономических реформ.

Ни одна страна не находится в состоянии макроэкономического баланса и ни в одной стране существующие дисбалансы невозможно однозначно классифицировать как краткосрочные или долгосрочные. Страны мира значительно отличаются друг от друга по характеру стоящих перед ними макроэкономических проблем. В условиях открытой экономики пути решения этих проблем абсолютно индивидуальны для каждой из них.

Поэтому корректировочные меры неизбежно являются сочетанием краткосрочных и долгосрочных мер, осуществляемых в рамках макроэкономической программы. Соответственно макроэкономические программы принципиальным образом различаются в зависимости от типа наблюдаемого дисбаланса, его размеров и причин. Но в любом случае решение тех или иных проблем предполагает предварительное создание и одобрение некоего плана, идентифицирующего проблемы и определяющего последовательность и механизмы их решения.

@ *Макроэкономическая программа (macroeconomic program)* – совокупность имеющегося диагноза существующей макроэкономической ситуации, поставленных экономических целей и инструментов их достижения.

Различают следующие цели макроэкономической программы:

- достижение макроэкономической устойчивости (*macroeconomic sustainability*);

- обеспечение долгосрочного неинфляционного роста объемов производства;
- подавление инфляции, снижение ее до уровня, совместимого с долгосрочным ростом;
- обеспечение стабильного уровня международной платежеспособности;
- гарантирование приемлемого социального уровня жизни населения.

Макроэкономические программы могут являться либо аналитическим ориентиром экономического развития, либо использоваться для исправления возникших проблем.

В зависимости от классификации макроэкономических программ по целям выделяют:

• *Текущую финансовую программу (current financial program)* – программу среднесрочного планирования или прогнозирования макроэкономического развития страны. Практически во всех странах оно осуществляется в рамках составления бюджета правительства как минимум на следующий год, но нередко включает и его прогноз на два – три ближайших года. Во многих странах принимаются кредитные программы, которые определяют приоритеты кредитования и охватывают либо весь банковский сектор, либо только центральный банк.

• *Стабилизационную / краткосрочную корректировочную программу (stabilization / short-term adjustment program)* – программа сроком от одного года до полутора лет, направленная на единовременное исправление дисбалансов, не связанных с глубокими структурными проблемами экономики. Так, рост бюджетного дефицита можно, например, объяснить непредвиденными расходами на ликвидацию стихийных бедствий или выплатой зарплат работникам государственных предприятий, объявивших забастовку. Дефицит платежного баланса может быть вызван быстрым оттоком краткосрочного спекулятивного капитала, необходимостью осуществить крупные выплаты по внешней задолженности, пришедшиеся на данный год.

• *Долгосрочную программу структурной корректировки / программу развития (long-term structural adjustment program)* – программа продолжительностью три – четыре года, направленная на исправление глубоких структурных диспропорций в экономике и обычно включающая меры приватизации, демонополизации, изменения механизмов регулирования экономики. На практике ни одна программа не может быть однозначно отнесена к той или иной категории. Нередко на фоне реализации текущей программы правительство сталкивается с неожиданной проблемой, которая, если не применить срочных стабилизационных мер, приведет к долгосрочной разбалансированности. Во многих странах краткосрочный финансовый кризис, который на время может быть подавлен стабилизационной программой, является отражением глубоких макроэкономических структурных диспропорций, унаследованных от прежнего режима или возникших в силу недальновидной текущей экономической политики.

По характеру макроэкономические программы делятся на:

• *Активные программы (active programs)* – набор мер, которые правительство обязуется принять для достижения поставленных целей.

• *Пассивные программы (passive programs)* – оценка возможных последствий текущей и планируемой экономической политики и тенденций развития макроэкономических переменных, которые были бы желательны для достижения поставленных целей.

Пассивные программы обычно разрабатываются в странах, не испытывающих

существенных макроэкономических проблем, и используются властями для текущего мониторинга экономического развития и для целей информирования общественности о своих планах. Активные программы чаще всего связаны с решением неотложных задач сегодняшнего дня и нередко предусматривают использование ресурсов, занятых в той или иной форме на мировом финансовом рынке. Активные программы могут быть также долгосрочными, направленными на глубокие структурные реформы. Источники внешнего финансирования таких программ ограничены практически двумя-тремя международными финансовыми организациями, и поэтому возможности их осуществления сильно ограничены объемами существующих в странах внутренних сбережений.

Макроэкономическая программа обычно состоит из следующих ключевых элементов: задачи, временные рамки, стратегии, инструменты экономической политики, последовательность их использования и надзор за исполнением.

- *Задачи (objectives).* Цели программы должны быть четко определены еще до начала ее разработки. Они должны быть ясными, реалистичными и достижимыми с помощью набора инструментов, имеющегося в распоряжении правительства.

- *Временные рамки (time span).* Из программы должно быть ясно, на решение каких – краткосрочных, среднесрочных или долгосрочных – целей или какой-то их комбинации она направлена. Соответственно устанавливается и продолжительность действия самой программы.

- *Определение стратегии (strategy determination).* Программа обычно устанавливает, какие меры – по контролю спроса, предложения или их некой комбинации – заложены в ее теоретическую основу.

- *Инструменты экономической политики (instruments of economic policy)* – набор экономических рычагов, которые либо непосредственно находятся в распоряжении правительства, либо на которые оно может косвенно влиять. Обычно в распоряжении правительства находятся инструменты регулирования бюджета (налоги, централизованные инвестиции, выпуск государственных долговых обязательств и пр.), регулирования денежного сектора (учетная ставка, централизованные кредиты, резервные требования, операции на открытом рынке и пр.), инструменты внешнеэкономической политики (тарифные и нетарифные ограничения, регулирование валютного курса), инструменты регулирования реального сектора (ценовая политика, субсидии, регулирование доходов).

- *Последовательность (sequencing) использования тех или иных инструментов.* Разумеется, легче исправить ту или иную проблему, пока она еще в зародыше, путем простого устранения ее причин. Когда же экономическая проблема запущена, привела к серьезной макроэкономической деформации, например вызвала денежный навес или неприемлемый уровень внешней задолженности, становится важным не только набор инструментов, которые предполагается использовать для стабилизации обстановки, но и очередность их применения. Никаких однозначных рецептов здесь нет. Определение очередности зависит от политической возможности осуществления реформ в целом, наличия инструментов в распоряжении правительства, глубины текущего кризиса и многих других причин.

- *Надзор за исполнением программы (surveillance / monitoring).* Разрабатывается национальным правительством нередко в сотрудничестве с международными организациями, осуществляющими финансовую поддержку реформ, с помощью системы постоянного контроля за ходом исполнения программы. Контроль могут осуществлять правительство, парламент, президентские структуры. Для контроля

используются ежемесячные индикативные показатели (*benchmarks*) и ежеквартальные критерии исполнения программы (*performance criteria*).

Любая макроэкономическая программа состоит из нескольких основных типов переменных (табл. 13.1).

- *Цели (targets)* – переменные, размер которых устанавливается экономическим руководством страны в соответствии с приоритетами его политики. Накопление или поддержание валютных резервов считается целью экономической политики, поскольку наличие остаточного уровня резервов позволяет стабилизировать платежную ситуацию в стране и уровень курса ее валюты. Темпы инфляции обычно считаются целью, поскольку ее желаемый уровень задается решением правительства или парламента. Соответственно в макроэкономической программе просто фиксируются цифровые значения желаемого уровня резервов, например три месяца импорта товаров и услуг, и нацеливаемые темпы инфляции, например, 3% в год.

- *Инструменты (экономической) политики (policy instruments)* – переменные, на размер которых экономические власти могут оказывать непосредственное воздействие. Например, инструментом обычно считается размер чистого внутреннего кредита, предоставляемого центральным банком и уровень фиксированного курса национальной валюты. Уровни обоих из этих инструментов ЦБ может изменять по своему усмотрению для достижений целей макроэкономической политики.

- *Эндогенные переменные (endogenous variables)* – макроэкономические показатели, размер которых определяется в рамках модели. В алгебраическом уравнении это всегда зависимые переменные. Например, спрос на деньги зависит от роста номинального ВВП через скорость

Таблица 13.1. **Элементы макроэкономической программы**

Цели	ΔR	изменение валютных резервов
	π	темп инфляции
Инструменты	ΔDC	изменение внутреннего кредита
	ΔE	изменение номинального обменного курса
Эдогенные переменные	ΔM	изменение спроса на деньги
	Im	импорт
Экзогенные переменные	X	экспорт
	ΔF	изменение в иностранном финансировании
	g	реальный рост
Предопределенные переменные	$Y(-1)$	ВВП предыдущего года
	$Im(-1)$	импорт предыдущего года
Параметры	v	скорость обращения денег
	μ	предельная склонность к импорту
	η	денежный мультипликатор
	ε	эластичность текущего баланса к изменению *REER*
Последовательность		анализ – диагностика – прогноз

обращения. Объем возможного импорта также обычно рассчитывается как функция от внутреннего спроса, т.е. роста реального ВВП.

• *Экзогенные переменные (exogenous variables)* – макроэкономические показатели, которые считаются независимыми от процессов, описанных моделью. Их параметры либо известны, либо предопределены. Размер реального экспорта представляет собой функцию от реального спроса (т.е. роста реального ВВП) в странах – торговых партнерах. Будущие платежи правительства по внешней задолженности считаются экзогенной переменной, поскольку их размеры предопределены графиками платежей в рамках кредитных соглашений. Наконец, реальный рост также является экзогенной переменной, поскольку зависит от предложения, т.е. производства в отдельных отраслях, а не от спроса. Экзогенность некоторых переменных, однако, не означает, что они не поддаются воздействию с помощью мер государственной политики.

• *Предопределенные переменные (predetermined variables)* – переменные, величина которых известна на момент составления макроэкономической программы. Это исторические значения всех переменных, прежде всего ВВП и импорта.

• *Параметры (parameters)* – коэффициенты, оцененные регрессией за пределами программ или рассматриваемые как неизменные. Построить макроэкономическую программу невозможно, если не считать, что скорость обращения денег, предельная склонность к импорту, мультипликатор и эластичность текущего баланса по реальному эффективному валютному курсу известны (постоянны либо прогнозируемы).

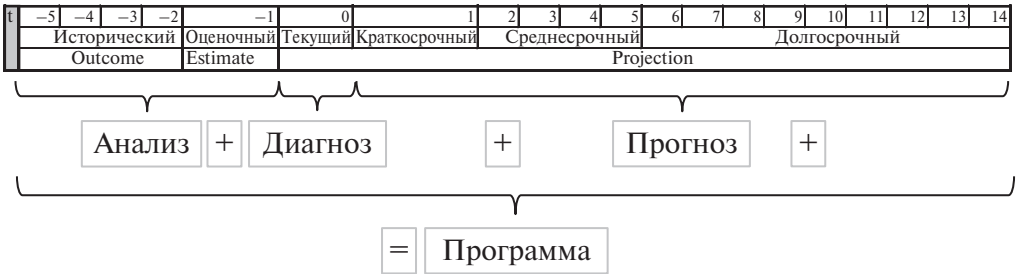
Конечная цель макроэкономического программирования – так скорректировать экономическое развитие страны, чтобы ликвидировать существующие краткосрочный дисбалансы и обеспечить приемлемые темпы неинфляционного роста. В длинном периоде с учетом действия экономических законов экономика страны должна сама, т.е. автоматически, прийти к равновесному состоянию. Поэтому в макроэкономической программе временное поле страны разделяется на несколько периодов (рис. 13.1.)

Периодизация макроэкономической программы включает:

• *Текущий период* (t_0) – это текущий год. Если программа составляется в первом или втором квартале, весь текущий год считается прогнозом, поскольку окончательные данные даже по макроэкономическим переменным обычно становятся известными только к концу второго квартала. Если программа составляется в третьем или четвертом кварталах, то окончательные данные по первому и второму кварталу соответственно уже известны. Поэтому требуется оценить только недостающие кварталы или месяцы.

• *Оценочный период* (t_{-1}) – это год, непосредственно предшествующий те-

Рис. 13.1. **Временные периоды программирования**



кущему году. Окончательные статистические данные по этому году обычно публикуются только к середине или концу следующего года. Исключение составляют бюджетная и монетарная статистика, которые публикуются с квартальным лагом.

• *Исторический период* (t_{-5}) – это пятилетние, непосредственно предшествующее текущему году. Окончательные данные по всем макроэкономическим секторам этого периода должны быть известны. Они являются отправным пунктом для интерпретации результатов оценочного и текущего периодов. Если требуются эконометрические оценки, то используется более продолжительный исторический временной период.

• *Краткосрочный период* (t_{+1}) – это год, непосредственно следующий после текущего года. Краткосрочный период очень близок к текущему периоду, в том смысле, что макроэкономическая программа должна дать максимально точное представление о развитии основных агрегатов. Обычно основные намечаемые параметры на следующий год известны: в каждой стране делается прогноз ВВП, принимается бюджет на следующий год, во многих – составляется монетарная программа и прогнозируется платежный баланс.

• *Среднесрочный период* (t_{+5}) – это пятилетние, непосредственно следующие после текущего года. За исключением следующего года, в большинстве стран прогноз на пятилетие составляется только по нескольким основным макроэкономическим переменным – ВВП, инфляции, бюджетному дефициту, текущему балансу, уровню государственного долга. Среднесрочная макроэкономическая программа – это ориентировочный период для экономических властей страны, показывающий желаемое или возможное развитие основных макроэкономических показателей в условиях неизменной макроэкономической политики.

• *Долгосрочный период* (t_{+25}) – это несколько пятилетий, непосредственно следующих после текущего года. Диапазон долгосрочной программы может составлять от 10 до 40 лет. В развивающихся странах он нередко определяется сроками погашения концессионных займов, которые могут выдаваться на 30–40 лет. Соответственно, основная задача макроэкономической программы в долгосрочном периоде – предоставить ориентиры относительно возможного уровня государственного долга и счета текущих операций платежного баланса и первичного бюджетного дефицита, необходимых для его устойчивого обслуживания.

На основе данных исторического и оценочного периода можно проанализировать макроэкономическое развитие в предыдущие годы. На основе данных текущего периода – оценить стоящие перед ней проблемы. После чего составляется краткосрочный, среднесрочный и долгосрочный макроэкономический прогноз. Наконец, макроэкономическая программа в целом включает исторический анализ, оценку текущего момента и прогноз на будущее.

Для составления макроэкономической программы необходимы следующие исходные данные:

• *Исторические данные (historical data)* – это статистика основных макроэкономических показателей за длительный исторический период. Статистика должна дополняться знанием основных событий, которые характеризовали страну в те или иные периоды прошлом, т.е. движение статистических показателей должно быть объяснимо. Например, если в прошлом наблюдалось падение ВВП, необходимо выяснить, было ли оно связано с системным экономическим кризисом или негативным одноразовым шоком (наводнение).

• *Допущения (assumptions)* – факты или утверждения (предложение, аксиома, постулат или понятие), воспринимаемые

как само собой разумеющиеся. Для построения макроэкономической программы отдельной страны требуются два типа допущений:

- *Глобальные экономические допущения (global economic assumptions)* – данные о других странах, которые могут повлиять на рассматриваемую страну. К ним относятся прогноз роста реального мирового ВВП по основным странам и их группам, объем внешней торговли, мировые цены основных товаров (нефти, газа, угля) и их групп (продукты питания, металлы, топливо и пр), реальные и номинальные обменные курсы основных валют и уровень процента в ключевых странах.
- *Глобальная экономическая среда (global economic environment)* – данные о других странах, которые могут повлиять на рассматриваемую страну, взвешенные по доле каждой из стран во внешней торговле рассматриваемой страны. Это те же глобальные допущения, но только в части, в какой они имеет прямое отношение к рассматриваемой стране. В числе таких допущений – прогноз зарубежного спроса на экспорт данной страны, изменение внутренних цен в странах – торговых партнерах, дефлятор ВВП в долларах и национальной валюте, дефляторы экспорта и импорта.
- *Прежние оценки (earlier estimates)* – ранее сделанные прогнозы макроэкономического положения страны. В данном случае даже такие устаревшие прогнозы могут рассматриваться как исходные данные для составления новой программы, поскольку позволяют сопоставить оцененные в прошлом параметры с их реализацией и вносить необходимую корректировку в используемые методы.

Разработка макроэкономической программы предполагает, помимо анализа прошлых и текущих событий в экономике, составление на их основе прогноза ее развития на текущий год и несколько ближайших лет.

@ *Прогноз (projection)* – расчет и предсказание будущих экономических тенденций на основе анализа исторической и текущей информации.

Прогноз является неотъемлемой составной частью любых макроэкономических программ и должен основываться на хорошо проверенной и отлаженной методологии, позволяющей избегать технических ошибок и осуществлять постоянное обновление прогноза по мере получения новой информации.

Макроэкономический прогноз обычно состоит из нескольких сценариев, т.е. возможной является следующая последовательность развития событий:

- *Базовый сценарий (baseline scenario)* – сценарий, предполагающий продолжение существующей макроэкономической политики и неизменность внешней экономической среды. Это центральный сценарий, который показывает, как будет развиваться макроэкономика, если правительство продолжить свою экономическую политику в соответствии с поставленным целями и развитие остального мира будет соответствовать принятым глобальным экономическим допущениям.
- *Альтернативный сценарий (alternative scenario)* – сценарий, предполагающий изменение существующей макроэкономической политики и/или внешней экономической среды. Альтернативный сценарий может быть построен на оценке воздействия на экономику реформ, планируемых на ближайшее будущее, или прогнозируемых изменений в международной экономической среде. Например, если правительство намечает крупную реформу налогового законодательства или возможно углубление кризиса в стране – основном торговом партнере, то альтер-

нативный макроэкономический сценарий может существенно отличаться от базового.

• *Шоковый сценарий (shock scenario)* – сценарий, предполагающий резкое изменение одного из ключевых макроэкономических допущений при неизменности остальных. Такие шоки могут быть внутреннего или внешнего происхождения. Примеры внутренних шоков – девальвация курса национальной валюты, одноразовое снижение реального ВВП или увеличение первичного дефицита бюджета. Типичные внешние шоки включают падение мировой цены на основной экспортный товар, введение главным торговым партнером ограничений на импорт основного экспортного товара, или рост цены на основной импортный товар.

• *Сенсорный сценарий (sensitivity scenario)* – сценарий, помогающий оценить риск, связанный с реализацией базового сценария. Этот сценарий предполагает ответ на вопрос, «что будет, если» один или несколько параметров допущений изменятся на определенную величину. Например при росте цены нефти на 10–20–30%, что произойдет с ростом спроса в странах – торговых партнерах: он сократится с 6 до 4% или дефицит бюджета увеличится с 7 до 12% ВВП?

Теория макроэкономической корректировки

В условиях открытой экономики проблема обеспечения макроэкономического (внутреннего и внешнего) баланса является приоритетной задачей национального правительства. Причем это касается не только отдельно взятых стран, но и международной экономики в целом. Речь идет как о больших странах, внутренние дисбалансы в которых влияют на состояние экономики других стран, так и малых странах, которые непосредственно от них зависят.

Любые тенденции просчитать проще на краткосрочную перспективу, когда хотя бы некоторые ключевые переменные можно условно считать постоянными. Простейшая макроэкономическая программа исходит из того, что в стране, для которой она разрабатывается, существуют:

• Краткосрочная несбалансированность платежного баланса. В базовой модели считается, что несбалансированность платежного баланса, отражающая разбалансированность экономики в целом, не носит глубокого структурного характера и не требует для корректировки таких долгосрочных мер, как приватизация или демонополизация. Структурный характер дисбаланса может быть также учтен позже путем расширения базовой модели.

• Фиксированный валютный курс. Колебания валютного курса изначально не принимаются во внимание. Это в известном смысле допустимо для многих стран с фиксированным режимом валютного курса. Его колебания должны приниматься во внимание при плавающем режиме, что может быть учтено позже на основе расширений базовой модели.

• Известные темпы роста реального ВВП. В краткосрочной перспективе объемы реального производства не могут измениться сколько-нибудь существенно, и поэтому в целях упрощения модели предполагается, что они либо постоянны, хотя производственные мощности могут быть использованы не полностью, либо их изменения (рост или сокращение) поддаются точной оценке.

• Имеется надежная оценка уровня инфляции на прогнозируемый период. При всей условности оценок будущей инфляции они осуществляются на основе предшествующего тренда с учетом планируемых изменений в монетарной и бюджетной политике правительства. Нередко темп инфляции считается желательным

индикативным показателем и закладывается в программу как составляющая прогнозируемого темпа роста широких денег.

В основе макроэкономического программирования лежат рассмотренные выше пять основных тождеств международной экономики, которые либо вытекают из определений самих макроэкономических показателей, своего рода аксиомы, либо считаются доказанными теоремами в рамках специальных экономических исследований и устоявшимися в общей экономической теории.

По определению, широкие деньги (M) состоят из национальных денег – чистых внутренних активов (*net domestic assets*, *NDA*) и иностранных денег – чистых иностранных активов (*net foreign assets*, *NFA*). В соответствии с правилами построения обзора денежной сферы (*monetary survey*): $M = NDA + NFA$.

NDA состоят из внутреннего кредита (*domestic credit*, *Cr*) и прочих чистых статей (*other items net*). В целях упрощения модели можно принять прочие чистые статьи равными нулю, тогда чистые внутренние активы будут просто равны внутреннему кредиту ($NDA = Cr$). Внутренний кредит, в свою очередь, укрупненно делится на чистый кредит правительству Cr_g, включая кредит государственным предприятиям, и кредит частному сектору, т.е. $C_p : Cr = Cr_g + Cr_p$.

NFA, в свою очередь, состоят из чистых международных резервов центрального банка и чистых международных резервов коммерческих банков. В целях упрощения можно считать, что все *NFA* находятся под эффективным контролем государства, т.е. являются его международными резервами и что у коммерческих банков нет международных резервов ($NFA = R$).

Соответственно, изменение денежной массы (M) равно изменению ее национального и иностранного компонента, каковыми являются чистый внутренний кредит (Cr) и международные резервы, т.е. $R : M = Cr + R$.

В результате преобразований видно, что изменение международных резервов равно разности изменения денежной массы и внутреннего кредита, т.е. $R = M - Cr$.

В условиях равновесия спрос на деньги равен их предложению, которое осуществляется центральным банком. Изменение спроса на деньги должно быть равно изменению их предложения. Спрос на деньги может быть определен как функция от номинальной процентной ставки (i) и уровня дохода (Y), пропорционально уровню цен (P). Соответственно, изменение спроса на деньги пропорционально изменению уровня цен и является функцией от изменения процентной ставки и уровня дохода, $M = Pf(Y, i)$.

Поскольку изменение международных резервов ориентируется на потребность финансирования платежного баланса, а чистый внутренний кредит вычисляется как остаточная величина, наибольшую сложность представляет оценка спроса на деньги. Спрос на деньги является единственной функцией в модели, поскольку его поведение зависит от нескольких других экономических переменных – цен, уровня дохода и процентной ставки и, возможно, каких-то других. Многочисленные исследования показали, что для прогнозируемости спроса на деньги совершенно не обязательно, чтобы он был некоей фиксированной пропорцией от, скажем, уровня дохода, что означает неизменность скорости обращения денег по доходу. Самое главное, чтобы, с одной стороны, спрос на деньги изменялся предсказуемым образом в результате изменения определяющих его переменных, а с другой – чтобы он не зависел от изменений внутреннего кредита.

Функция спроса на деньги будет своей для каждой страны. Наиболее точно она рассчитывается на основе метода статистической регрессии, которая показывает степень взаимозависимости изменения

спроса на деньги от изменения уровня дохода, процентной ставки, а иногда уровня цен и некоторых других переменных, которые важны для данной конкретной страны. В более простом случае уровень спроса на деньги можно оценить на основе тенденции скорости обращения денег по доходу за последние годы, экстраполировав ее на прогнозируемый период. Тогда уровень спроса на деньги, рассчитываемый как пропорция от уровня дохода, будет изменяться в соответствии с тенденцией изменения скорости обращения денег. В еще более простом случае, если скорость обращения постоянна в течение нескольких последних лет или принимается постоянной, то спрос на деньги – простая пропорция от уровня реального дохода, спрогнозируемого на будущий период, т. е. та же доля от ВВП, как и в предыдущем году.

Исходя из этих тождеств, нетрудно установить ключевую взаимосвязь открытой экономики – зависимость изменения международных резервов страны от изменения чистых внутренних активов денежной системы. Заменив спрос на деньги равным ему предложением денег и выразив изменение спроса на деньги как функцию от изменения номинальной процентной ставки, реального дохода и пропорции к уровню цен, получаем следующее: $R = Pf(Y, i) - Cr$.

Это уравнение показывает, что чистые международные резервы вырастут, если темп роста денежной массы в целом превысит рост внутреннего кредита. В наиболее чистом виде этот подход работает в случае малой страны, уровень цен в которой определяется уровнем цен мирового рынка через ППС, процентная ставка и доход в которой постоянны на коротком промежутке времени, т.е. спрос на деньги остается неизменным. Тогда любой рост внутреннего кредита, темп роста которого превысит желаемый темп роста денежной массы, приведет к сокращению международных резервов страны на размер превышения темпа роста кредита над темпом роста денежной массы. Валютный курс, напомним, полагается фиксированным.

В соответствии с тождеством платежного баланса сумма счета текущих операций (CAB) и счета финансовых операций (FAB) должна быть равна изменению чистых резервов R. По определению платежного баланса, дефицит текущего баланса финансируется за счет профицита финансового счета. Если же отрицательное сальдо текущего баланса не покрывается положительным сальдо финансового счета, то отрицательное сальдо платежного баланса в целом финансируется за счет чистых иностранных резервов центрального банка: $R = CAB + FAB$.

Чистый приток капитала распадается на приток капитала по правительственным каналам (NFA_g), преимущественно в виде межгосударственных займов, и частным каналам (NFA_p) в виде коммерческих займов: $NFA = NFA_g + NFA_p$.

Изменение чистых международных резервов страны может быть вычислено двумя путями. С одной стороны, на основе определения платежного баланса как суммы текущего платежного баланса и изменения притока капитала, а с другой, как разность изменений денежной массы и внутреннего кредита. Объединив обе формулы, получаем: $CAB + NFA = M - Cr$.

В соответствии с абсорбционным подходом к анализу экономики, текущий платежный баланс (CAB) определяется как разность экспорта и импорта резидентами товаров и услуг, производство (Y) – как ВВП и полагается равным доходам, абсорбция (A) – как сумма расходов резидентов на национальные и иностранные товары и услуги. Текущий платежный баланс считается равным разности внутреннего дохода и потребления (абсорбции): $CAB = Y - A$. Поэтому, объединив эти формулы, получаем: $Y + NFA - A = M - Cr$.

Эта формула содержит три аналитически важных компонента: совокупного предложения – валовые доходы от внут-

Таблица 13.2. **Взаимосвязи базового баланса**

Базовый баланс	$f(Y, i) =$	M										
		M	–	NDA	=	NFA						
						NFA	=	FAB	+	CAB		
										CAB	=	$Y - A$
		M	–	NDA		=		FAB		+		$Y - A$

реннего производства и чистого притока капитала из-за рубежа ($Y + NFA$); совокупного спроса – абсорбцию (A), являющуюся, суммой расходов резидентов на потребление, инвестиции и правительственных расходов; и сравнение роста широких денег и внутреннего кредита ($M - Cr$). Следовательно, спрос в экономике превышает предложение настолько, насколько изменение внутреннего кредита превышает изменение широких денег. Это равенство показывает, что при постоянном спросе на деньги, когда изменение широких денег четко предсказуемо, размер изменения международных резервов $R = NFA$, т.е. способность финансировать платежный баланс, непосредственно зависит от изменения внутреннего кредита Cr.

Таким образом, теоретическая модель программирования общего баланса выглядит следующим образом (табл. 13.2).

Тем самым макроэкономическое программирование начинается с базового баланса (*пример 13.1*).

Таким образом, из рассмотренного следует, что внутренний кредит оказывает критически важное воздействие на платежный баланс: при его росте быстрее денежной массы в целом чистые международные резервы, финансирующие платежный баланс, уменьшаются. Или проще: чрезмерное расширение кредита приводит к дефициту платежного баланса, сокращение кредита обеспечивает улучшение платежного баланса.

Рассмотренная выше базовая модель макроэкономической корректировки может быть расширена в целях более точного определения влияния сокращения внутреннего кредита, во-первых, на композицию платежного баланса, во-вторых, на бюджет и, в-третьих, на баланс цент-

Пример 13.1. **Программирование базового баланса**

1) Задается желаемое изменение международных резервов страны в будущем году и на среднесрочную перспективу, равное прогнозируемому сальдо платежного баланса; обычно предусматривается рост резервов, для чего платежный баланс должен быть в профиците.

2) Прогнозируется уровень реального ВВП со стороны производства по отраслям, фиксируется таргетируемый уровень инфляции и рассчитывается номинальный ВВП и скорость обращения денег по доходу.

3) На основе номинального ВВП и скорости обращения денег прогнозируется размер спроса на широкие деньги.

4) Определяется потолочный уровень чистых внутренних активов (внутреннего кредита) путем вычитания из объема широких денег (шаг 3) объема международных резервов (шаг 1).

Таблица 13.3. **Взаимосвязи платежного баланса**

NFA	$= FAB$	CAB	$=$	X	$-$	Im	Платежный баланс
		$+$		X	$-$	Im	
						$Im = f(Y)$	

рального банка. Для этого необходимо расчленить на компоненты все три главные переменные базового уравнения – изменение чистых резервов, равное по определению сальдо платежного баланса в целом (R), изменение спроса на деньги (M) и изменение чистых внутренних активов (NDA), равное изменению чистого внутреннего кредита.

Если сокращение внутреннего кредита ведет к улучшению платежного баланса, тогда возникает вопрос: как это влияет на отдельные компоненты платежного баланса – текущий баланс и финансовый баланс? Текущий баланс, по определению, равен разности экспорта и импорта товаров и нефакторных услуг: $CAB = X - IM$.

Спрос на импорт (IM) можно оценить как функцию от уровня реальных доходов страны: чем больше реальные доходы, тем пропорционально больше спрос на импорт и наоборот: $IM = f(Y)$. Это даст физический объем импорта, помножив который на импортные цены можно получить его стоимость.

Рост экспорта и, следовательно, поступлений платежей за экспорт (X) оценивается на основе данных о росте реального дохода в странах, являющихся основными покупателями товаров данной страны, и экспортных цен конкурентов. Чистый приток капитала вычисляется исходя из оценки уровня внешней задолженности страны, которая считается приемлемой, путем суммирования чистых прямых инвестиций, займов небанковских предприятий и финансовой помощи. Когда определен желаемый уровень изменения чистых резервов и спрогнозированы экспорт и изменение чистого притока капитала, то желаемый уровень импорта также вычисляется как остаточная величина. Программирование компонентов платежного баланса основано на следующем расширении базовой модели (табл. 13.3).

Если наряду с оценкой макроэкономического баланса в целом стоит задача определения изменения компонентов платежного баланса, а не только его сальдо, то к процессу макроэкономического программирования добавляются еще две стадии (*пример 13.2*).

Среди многих экономических рычагов, которыми правительство может пользоваться наиболее эффективно для осуще-

Пример 13.2. **Программирование платежного баланса**

5) Рассчитывается стоимость импорта как: (а) разности, с одной стороны, суммы чистого притока капитала и чистых поступлений от экспорта, а с другой – чистого изменения резервов; (б) как функции от реального ВВП, пропорциональной уровню импортных цен.

6) Сравниваются спрогнозированные методом а) и б) размеры импорта и в случае расхождений делается соответствующая корректировка за счет изменений таргетируемого уровня международных резервов, потоков капитала, уровня реального дохода или экспортных поступлений.

ствления программ макроэкономической стабилизации, выделяется бюджетная политика. С помощью небольшого расширения базовой модели бюджет можно вписать в рамки макроэкономического программирования. Для этого необходимо вспомнить, что чистый приток капитала (FAB) распадается на приток капитала по правительственным каналам (FAB_g), преимущественно в виде межгосударственных займов, и частным каналам (FAB_p), в виде коммерческих займов, т.е. $FAB = FAB_g + FAB_p$. Изменение чистого внутреннего кредита (Cr) состоит из чистого кредита правительству (Cr_g) и кредита частному сектору (Cr_p), т.е. $Cr = Cr_g + Cr_p$.

По определению, дефицит бюджета равен разности его доходов (Rev) и расходов (Exp). Источников его финансирования только два – либо внутренние займы правительства у финансовой системы (Cr_g), либо международные правительственные займы (FAB_g), т.е. $Rev - Exp = Cr_g + FAB_g$.

Из этого уравнения очевидно, что размеры бюджетного дефицита, которые может себе позволить правительство, напрямую зависят от объемов внутреннего и внешнего финансирования, находящихся в его распоряжении. В большинстве случаев макроэкономические программы должны составляться с учетом того, что частному сектору необходимо получать достаточный объем кредитования для расширения активности. В самом простом случае считается, что объем кредита частному сектору должен расти примерно таким же темпом, как и рост широких денег в целом или уровень номинального дохода. Отсюда очевидно, что в условиях, когда общий объем внутреннего кредитования (Cr) определяется как остаточная величина, а изменение кредита частному сектору (Cr_p) примерно задается ростом широких денег, изменение кредита правительству (Cr_g) само неизбежно оказывается остаточной величиной.

Изменение уровня иностранного кредитования правительства (FAB_g) зависит от состояния внешней задолженности страны и перспектив движения долгосрочного и среднесрочного капитала. Обычно парламенты устанавливают годовые пределы иностранного заимствования, которые позволяют поддерживать уровень внешней задолженности на управляемом уровне, а правительства имеют довольно четкое представление о том, какие межгосударственные кредиты оно планирует получить и какой объем погашения текущей задолженности приходится на прогнозируемый год. Эти данные отражаются в долларах в балансе по финансовым операциям платежного баланса. Конвертировав их в национальную валюту, чистый приток иностранного капитала может быть использован для финансирования дефицита бюджета. Если сумма прогнозируемых чистого притока иностранного капитала и чистого внутреннего кредита не совпадает с прогнозируемым дефицитом бюджета, то это требует либо сокращения дефицита (увеличения налогов и снижения расходов), либо увеличения кредита бюджетному сектору со стороны денежного, что, правда, может оставить без кредита частный сектор. На этом этапе бывает полезно оценить вытекающие из изменения объемов кредитования частного сектора объемы потребления, сбережений и инвестиций в частном секторе и понять, насколько они реалистичны (табл. 13.4).

Таблица 13.4. **Взаимосвязи бюджетного баланса**

	NDA		
	=		
	Cr		FAB
	=		=
$Rev - Exp =$	Cr_g	+	FAB_g
	+		+
	Cr_p		FAB_p
Бюджетный баланс			

Пример 13.3. **Программирование бюджетного баланса**

7) Рассчитываются желаемые объемы изменения кредитования частного сектора, которые должны быть пропорциональны или выше роста ВВП или широких денег, и определяется возможное изменение кредита правительству как разность изменения внутреннего кредита в целом и кредита частному сектору.

8) Оценивается возможный чистый приток иностранного кредитования и определяется, остается ли внешняя задолженность на управляемом уровне.

9) Согласовывается величина бюджетного дефицита с имеющимся объемом внутреннего и внешнего финансирования правительства и делаются соответствующие корректировки в доходной и расходной статьях бюджета.

Таким образом, если наряду с оценкой макроэкономического баланса в целом стоит задача оценить изменение компонентов платежного баланса и желаемый уровень дефицита бюджета, к процессу макроэкономического прогнозирования добавляются еще три стадии (*пример 13.3*).

В случае если правительство, осуществляя экономическую политику, предпочитает воздействовать не на общий уровень кредита, а только на тот его сегмент, который находится непосредственно под его контролем, необходимо еще одно расширение базовой модели макроэкономического равновесия. Оно предполагает прогноз баланса центрального банка, что означает прежде всего прогноз резервных денег.

Резервные деньги M_0 состоят из наличной валюты в обращении и резервов коммерческих банков на счетах в центральном банке. Резервные деньги связаны с широкими деньгами M через денежный мультипликатор (m): $M = mM_0$.

Если поведение мультипликатора хаотично и установить сколько-нибудь четкую закономерность не удается, то это означает, что и поведение резервных денег не вполне ясно. Поэтому целью корректировки должно стать изменение внутреннего кредита в целом, а не только кредита центрального банка. Внутренний кредит по направлению использования подразделяется на кредит правительству и кредит частному сектору, а по источнику — на кредит, предоставляемый центральным банком Cr_c, и кредит, предоставляемый коммерческими банками (Cr_b), т.е. $Cr = Cr_c + Cr_b$.

Поскольку в исходной модели было принято, что все чистые активы находятся в центральном банке или под его эффективным контролем, то изменение резервных денег, по определению баланса центрального банка, равно сумме изменения чистых иностранных активов (NFA_c) и чистого кредита центрального банка (NDA_c):

$$M_0 = NFA_c + NDA_c.$$

В результате подстановки можно получить уравнение, спрогнозировав составляющие которого можно получить представление о балансе центрального банка:

$$M = m(NFA_c + NDA_c).$$

Тем самым для программирования баланса центрального банка модель базового баланса должна быть расширена следующим образом (табл. 13.5).

Таблица 13.5. **Взаимосвязи денежного сектора**

Денежный баланс				
m		NDA_b		
$\times$		$+$		
M_0	$=$	NDA_c	$+$	NFA_c
$=$		$=$		
M		NDA_c	$+$	NFA

В результате к девяти стадиям программирования, оценивающим макроэкономический баланс в целом, а также компоненты платежного баланса, уровень дефицита бюджета, добавляются при программировании баланса центрального банка еще две стадии (*пример 13.4*).

В целом теоретическая основа макроэкономического программирования, состоящая из базового баланса и расширяющих его платежного баланса, бюджетного баланса и баланса ЦБ, может быть представлена в виде следующей схемы (см. табл. 13.6).

До настоящего момента модель предполагала неизменность валютного курса. Это возможное допущение, поскольку примерно треть стран мира используют фиксированный режим валютного курс, и макроэкономическое программирование при меняющемся валютном курсе может рассматриваться как еще одно расширение базовой модели. Особенность введения в модель изменений валютного курса заключается также и в том, что манипулирование курсом, приводящее к его росту или падению, обычно рассматривается как один из инструментов управления спросом для переключения части внутренних расходов с иностранных товаров на национальные. Поэтому на данном этапе нас интересует лишь способ учета влияния колебаний валютного курса на оценку основных макроэкономических параметров как в базовой модели, так и в ее расширениях.

Проблема учета изменения валютного курса возникает в силу того, что все параметры базового, бюджетного и монетарного балансов выражены в национальной валюте, тогда как параметры платежного баланса – в долларах. В валюте, отличной от национальной, могут быть также выражены валютные кредиты, если они предоставляются банковской системой, так же как некоторые другие операции. Все валютные операции должны быть пересчитаны в национальную валюту для того, чтобы стать частью бюджета, денежного обзора или баланса центрального банка. Очевидно, что даже при незначительных изменениях валютного курса постоянный уровень международных резервов, выраженный в долларах под чертой платежного баланса, будет означать существенное изменение показателя международных резервов, выраженного в национальной валюте в денежном обзоре.

Проблема учета изменения валютного курса еще более осложняется тем, что различные банки могут использовать разный валютный курс, который может быть установлен либо государством, либо самими банками для разных видов операций, методология учета валютных операций – по курсу на конец периода или среднему курсу за период – может также существенно отличаться. В активах центрального банка цена золота может периодически пересматриваться в соответствии с колебанием мировой цены на него. Власти могут вести переговоры о пересчете объемов внешней задолженности в связи с изменениями курса или получением отсрочек по платежам и т.п.

Пример 13.4. **Программирование баланса ЦБ**

10) Оценивается тенденция развития денежного мультипликатора в предыдущие годы, как частного широких и резервных денег, и на этой основе прогнозируются резервные деньги.

11) Путем вычитания из прогнозируемого изменения резервных денег международных резервов определяется изменение объема кредита центрального банка, при котором изменение резервов будет достаточным для финансирования платежного баланса.

Таблица 13.6. **Макроэкономическая программа в целом**

		Денежный баланс												
		m		NDA_b										
		$\times$		$+$										
		M_0	$=$	NDA_c	$+$	NFA_c								
		$=$		$=$										
		M		NDA	$+$	NFA								
Базовый баланс	$f(Y, i) =$	M												
		M	$-$	NDA	$=$	NFA								
						NFA	$=$	FAB	$+$	CAB				
										CAB	$=$	$Y - A$		
		M	$-$	NDA		$=$		FAB		$+$		$Y - A$		
										CAB	$=$	$X - Im$		Платежный баланс
						NFA	$=$	FAB		$+$		$X - Im$		
												$Im = f(Y)$		
				NDA										
				$=$										
				Cr				FAB						
				$=$				$=$						
		Rev	$-$ Exp $=$	Cr_g		$+$		FAB_g						
				$+$										
				Cr_p				FAB_p						
		Бюджетный баланс												

Изменения валютного курса, которые необходимо учесть при разработке макроэкономической программы, могут быть одноразовыми – в случае одноразовой девальвации фиксированного валютного курса по решению правительства; скользящими – в случае использования в стране режима валютного курса наподобие скользящей фиксации, предусматривающего пересмотр уровня курса с определенной частотой; постоянными – в случае обесценения или удорожания плавающего валютного курса национальной валюты. Разумеется, наибольшую сложность представляет учет постоянных изменений валютного курса, особенно если они имеют разнонаправленный характер и неравномерны во времени.

На практике для пересчета данных из иностранной валюты в национальную обычно используется одна из следующих трех разновидностей валютного курса:

- Валютный курс на конец текущего периода (квартала, года). Применяется для

бухгалтерского учета и предусматривает учет изменений в запасах национальной валюты в конце периода по сравнению с его началом в результате изменений валютного курса за весь период. Применяется чаще всего при необходимости оценить влияние расширения кредита на способность частного или государственного сектора платить по своим долгам.

- Валютный курс, преобладавший в предыдущем квартале. Применяется для учета эффективных изменений и предусматривает учет поквартальных изменений в запасах национальной валюты при использовании среднего валютного курса на каждый квартал. Считается наиболее точным и используется для учета изменений курса в денежном обзоре и государственном бюджете.
- Средний валютный курс за год или квартал. Применяется для учета средних изменений и предусматривает учет изменений в запасах национальной валюты в конце периода по сравнению с его началом на основе использования среднего валютного курса за весь период. Используется чаще всего при плавающем режиме валютного курса, когда не удается установить курс, преобладавший в течение квартала.

В зависимости от избранного способа пересчета результаты различны (*пример 13.5*).

Пример 13.5. **Учет изменения курса национальной валюты**

Допустим, размер международный резервов увеличивается на одну и ту же величину ежеквартально и в конце года курс национальной валюты снижается.

	Кварталы					Изменение
	4	1	2	3	4	
Учетные изменения (запас)						
в долларах	100	110,0	120,0	130,0	140,0	40,0
курс национальной валюты	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5	
в национальной валюте	100,0	122,2	150,0	216,7	280,0	180,0
Эффективные изменения (поток)						
в долларах		10,0	10,0	10,0	10,0	40,0
курс национальной валюты		1,0	0,9	0,8	0,6	
в национальной валюте		10,0	11,1	12,5	16,7	50,3
Средние изменения (поток)						
в долларах		10,0	10,0	10,0	10,0	40,0
курс национальной валюты		0,7	0,7	0,7	0,7	
в национальной валюте		14,3	14,3	14,3	14,3	57,1

В соответствии со всеми способами учета резервы увеличились за год на 40 млн. долл. Однако, если учесть падение курса, то при использовании метода учетных изменений, применяя курс на конец текущего квартала, резервы в национальной валюту выросли на 180 млн.; при использовании метода эффективных изменений, применяя курс на конец предшествующего квартала, – на 50 млн., а при использовании метода средних изменений, применяя средний курс за весь год, – на 57 млн. Использование различных методов дает различные результаты оценки сезонных колебаний роста резервов.

В условиях сколько-нибудь значительных изменений валютного курса в краткосрочной перспективе они должны быть обязательно учтены в процессе макроэкономического программирования в соответствии с наиболее приемлемой для конкретной страны методологией или даже их комбинациями.

Межсекторные соответствия

В макроэкономической программе, как уже было показано, присутствуют связи между всеми четырьмя сектора. Значение всех переменных в вертикальных столбцах таблицы 13.6 должно быть идентичным независимо от того, в каком секторе рассчитывается эта переменная. Ситуация осложняется тем, что реальный сектор в целом находится за пределами макроэкономической программы, и его данные считаются экзогенными. В базовый баланс входит только уже известный из секторального показатель реального ВВП и таргетируемый уровень инфляции.

Внутрисекторные тождества выполняются просто в силу того, что в основе программирования всех четырех секторов лежат балансовые тождества.

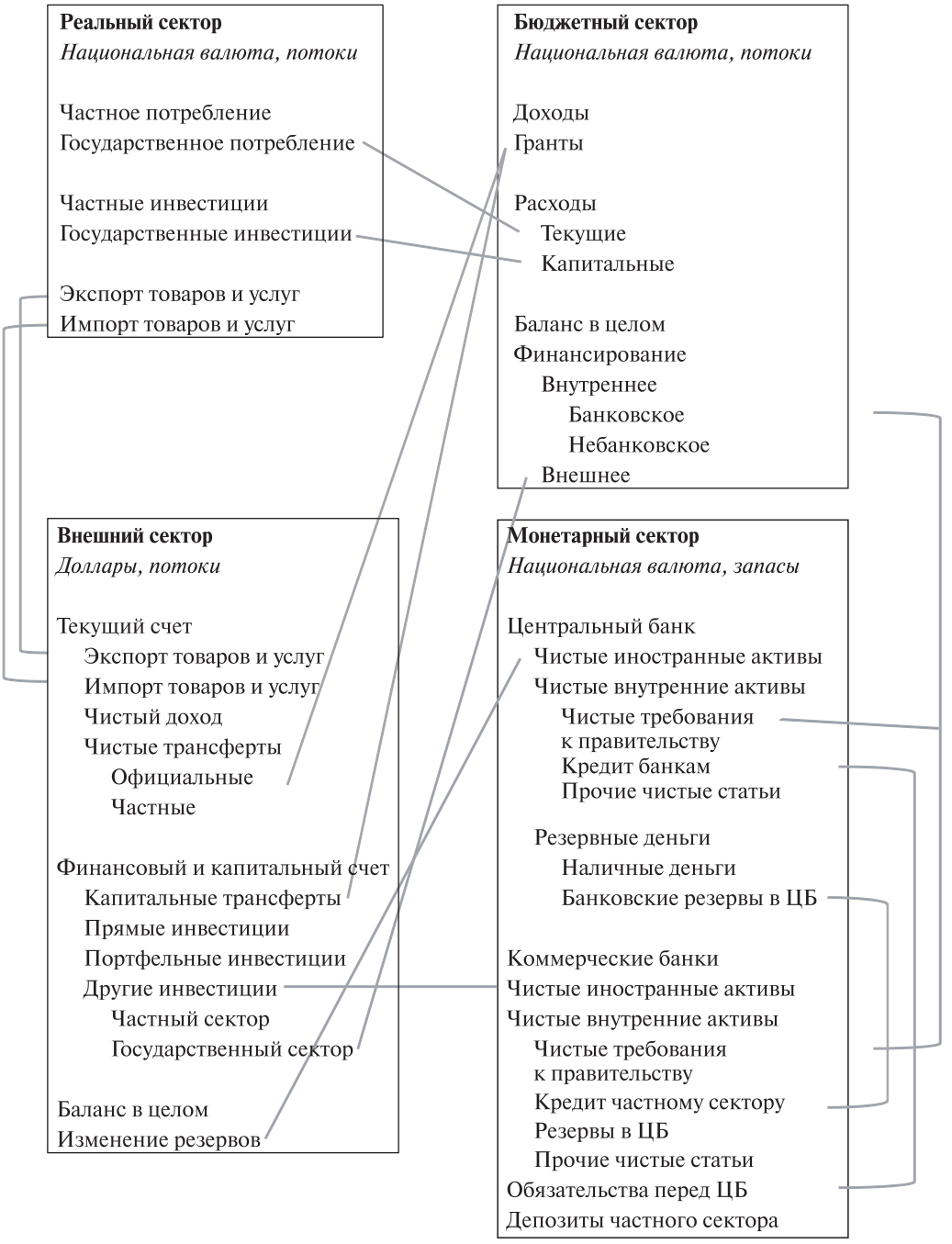
@ *Межсекторные соответствия (intersectoral consistencies*) – подтверждение основных тождеств международной макроэкономики на реальных секторальных данных.

Необходимый этап построения макроэкономической программы – проверка межсекторных соответствий на имеющихся данных. Все макроэкономические тождества должны выполняться для исторического и текущего периода перед этапом прогнозирования. Эти тождества показаны на рис. 13.2. Все из них одинаково важны, и невыполнение хотя бы одного может свидетельствовать о несостоятельности программы в целом.

В числе ключевых тождеств выполняются следующие:

- Государственное потребление в реальном секторе = расходам бюджета на потребление (зарплаты государственных служащих и расходы на закупку товаров и услуг) в бюджетном секторе.
- Государственные инвестиции в реальном секторе = инвестициям, показанным в национальном бюджете.
- Экспорт товаров и услуг реального сектора = экспорту товаров и услуг в платежном балансе.
- Импорт товаров и услуг реального сектора = импорту товаров и услуг в платежном балансе.
- Текущие гранты, полученные бюджетом = текущим грантам государственному сектору, показанным в счете текущих операций платежного баланса.
- Капитальные гранты, полученные бюджетом = капитальным грантам государственному сектору, показанным в счете финансовых операций платежного баланса.
- Внутреннее банковское финансирование, полученное бюджетом, = изменению требований к правительству со стороны банковской системы (суммы финансирования, полученного от центрального банка и коммерческих банков) в монетарном секторе.
- Внешнее финансирование, полученное бюджетом = займам, полученным государственным сектором в финансовом счете платежного баланса.
- Резервы в платежном балансе = изменению чистых иностранных активов центрального банка.
- Прочие инвестиции в платежном балансе = изменению чистых ино-

Рис. 13.2. **Основные макроэкономические тождества**



странных активов коммерческих банков.

- Внутри денежного сектора размер кредитов, полученных коммерческими банками от ЦБ = обязательствам коммерческих банков перед ЦБ.
- Резервы коммерческих банков в резервных деньгах ЦБ = резервам в ЦБ в чистых внутренних активах коммерческих банков.
- Кредиты ЦБ коммерческим банкам = обязательствам коммерческих банков перед ЦБ.

Составление макроэкономической программы обычно выявляет наличие проблем у экономических властей страны, которые они должны разрешить раньше или позже.

@ *Макроэкономическая корректировка (macroeconomic adjustment)* – процесс приспособления экономики к изменившимся внешним и внутренним условиям в результате автоматического действия рыночных сил и/или целенаправленного проведения определенной экономической политики.

В условиях открытой экономики в распоряжении правительства имеется весьма широкий набор экономических рычагов макроэкономической корректировки. Одна группа инструментов воздействует преимущественно на агрегированный спрос, другая – на агрегированное предложение. Разумеется, инструменты корректировки спроса косвенно влияют на размеры предложения, так же как и инструменты корректировки предложения косвенно воздействуют на спрос.

• *Управление спросом (demand management)* – политика правительства по сокращению размеров частного и государственного потребления (абсорбции). Сократить спрос всегда легче, чем увеличить предложение. Поэтому корректировка спроса обычно является наиболее простым, быстрым и эффективным методом достижения целей экономической политики, особенно в ситуациях острого финансового кризиса. Управление спросом означает в подавляющем большинстве случаев его ограничение, что неминуемо затрагивает интересы тех или иных групп населения. Поэтому управление спросом оказывается политически наиболее болезненным механизмом макроэкономической корректировки и обычно вызывает наибольшее политическое неприятие и даже отторжение.

• *Управление предложением (supply management)* – политика правительства, направленная на увеличение объемов реального производства. В отличие от управления спросом, меры по управлению предложением обычно означают поиск путей его увеличения и поэтому политически более приемлемы для всех заинтересованных групп. Даже тогда, когда такие меры означают структурные реформы, они обычно растягиваются на несколько лет, что облегчает адаптационный процесс. Правда, как показывает опыт, меры управления предложением значительно менее эффективны по сравнению с инструментами управления спросом и практически бесполезны в условиях финансового кризиса, требующего от правительства быстрой реакции.

Управление спросом

Политика управления спросом осуществляется правительством и денежными властями путем использования инструментов экономической политики, которые условно можно разделить на инструменты бюджетной, денежной и внешнеэкономической политики.

Инструменты бюджетной политики. Высокие уровни бюджетного дефицита являются наиболее типичной характеристикой стран, переживающих экономический кризис. Превышение расходов

над доходами создает избыточный спрос в экономике, который ведет к инфляции. В данном случае управление спросом не может свестись лишь к изысканию дополнительных мер увеличения доходов от налогообложения и сокращения текущих расходов. Например, рост налогов может лишь временно сократить дефицит государственного бюджета, если в его основе лежит завышенный уровень расходов. В результате рост налогов может спровоцировать еще большие государственные расходы и тем самым усугубить дефицит. Поэтому главной задачей при использовании инструментов бюджетной политики является такая корректировка бюджета, которая позволила бы обеспечить приемлемый уровень бюджетного дефицита и увеличение бюджетных доходов, соизмеримый с ростом экономики в целом. Приемлемость уровня бюджетного дефицита обычно не означает его равенства нулю, а скорее возможность его неинфляционного финансирования за счет внутренних и внешних источников.

@ *Политика доходов / налоговая политика (revenue / tax policy)* – набор инструментов бюджетной политики, обеспечивающих финансирование операций правительства.

Налоговые инструменты могут использоваться правительством не только как средство сбора денег в государственную казну, но и как механизм стимулирования отдельных отраслей или видов деятельности. Стимулирование в целях макроэкономической корректировки может осуществляться как за счет временного или постоянного снижения ставок определенных видов налогов, так и через предоставление налоговых льгот, налоговых кредитов и налоговых изъятий, нацеленных на улучшение условий хозяйствования в отдельных регионах, отраслях или сферах деятельности. Эффект роста бюджетных поступлений может быть достигнут за счет увеличения ставки налогов, увеличения числа налогов, расширения налоговой базы, сокращения количества изъятий и неуплаты налогов. Во многих странах проблема собираемости налогов проистекает не только и не столько из-за отсутствия механизма принуждения к уплате налогов, сколько из-за недостатков самой налоговой системы и может быть решена только через ее коренную реформу.

@ *Политика расходов (expenditure policy)* – набор инструментов бюджетной политики, обеспечивающих целенаправленное распределение бюджетных средств.

Сокращение государственных расходов является одним из наиболее болезненных путей макроэкономической корректировки, ведущих к приемлемому уровню бюджетного дефицита. Соответственно, государство может манипулировать любыми статьями расходов для достижения целей макроэкономической корректировки. Наиболее часто используются следующие инструменты:

- *Контроль за уровнем зарплат в государственном секторе (control of public sector wages and salaries)* – находящийся под прямым контролем правительства инструмент бюджетной политики, предусматривающий выполнение инструкций относительно увеличения зарплаты государственным служащим. Правительство может принять решение о замораживании зарплат на определенный промежуток времени или о том, что их рост не должен превышать определенную величину. Во многих странах такие правительственные инструкции служат ориентиром и для частного сектора, который также заинтересован в сдерживании затрат на рабочую силу. Будучи эффективным инструментом в краткосрочной перспективе для резкого ограничения бюджетных расходов, контроль над уровнем доходов в государственном секторе может привести к оттоку квалифицированных кадров из государственного сектора в частный.

• *Контроль за выплатой процента (control of interest payments*) – снижение масштабов выплат по обслуживанию государственного долга, как внутреннего, так и внешнего, которые зависят от его размеров и уровня процентной ставки, по которой привлекались кредиты. Если по прошлым займам сократить выплаты практически невозможно, то текущее и будущее заимствование средств, особенно на внутреннем рынке, должно производиться под минимально возможный процент, чтобы сократить долю этой статьи в расходной части бюджета.

• *Контроль за прочими выплатами (control of other expenses)* – снижение объемов выплат по системе социального страхования, пенсий, пособий, переводов в местные бюджеты, субсидий, расходов на образование, здравоохранение и прочих расходов. Очевидно, что часть этих расходов социально очень значима, а посему возможности маневра государства в этой сфере весьма ограничены. В то же время некоторые расходы, особенно связанные с вопросами безопасности, – военные расходы, расходы на разведку, полицию, пожарную охрану и пр. – обычно поддерживаются политическим лобби в виде военных подрядчиков и финансируемых ими членов парламента, что также ограничивает возможности правительства по их снижению.

• *Контроль за инвестиционными расходами (control of investment expenditure)* – сокращение государственных инвестиций. Поскольку в большинстве случаев главным приоритетом инвестиционной программы правительства является социальная инфраструктура (больницы, школы, детские сады и пр.), а также средства коммуникаций (дороги, метро, аэропорты и пр.), то любое снижение капитальных расходов бюджета может означать одновременное снижение экономического роста и социального уровня жизни в стране.

Финансирование дефицита бюджета происходит за счет внутренних или внешних займов. Соответственно в распоряжении правительства имеется еще несколько инструментов бюджетной политики:

• *Продажа государственных ценных бумаг (sale of government securities)* – финансирование дефицита бюджета за счет займов у частного – банковского и небанковского – сектора. В отличие от налогов, которых теоретически частный сектор не может избежать, покупка государственных ценных бумаг является сугубо добровольным делом и может состояться только тогда, когда государство предлагает весьма интересный для частного сектора процент за свои долговые обязательства. Государство вынуждено конкурировать за сбережения частного сектора с негосударственными направлениями вложения средств. Кроме того, эффективное использование этого инструмента бюджетной политики предполагает наличие развитого фондового рынка, который существует далеко не во всех странах.

• *Потолок на иностранные кредиты (ceiling on foreign borrowing)* – введение законодательных ограничений на максимально допустимые объемы внешнего долга и ежегодных зарубежных займов в целях финансирования бюджета. В краткосрочной перспективе межгосударственные займы могут быть приемлемым средством финансирования дефицита бюджета. Однако по мере нарастания внешней задолженности страны растут текущие платежи по ее погашению, так же как и выплата процентов по долгам, которые включаются в текущие бюджетные расходы. В результате проблема дефицита бюджета не просто усугубляется, но может приобрести структурный характер.

• *Плавающий долг и неплатежи (floating debt and arrears)* – инструмент бюджетной политики, предусматривающий отсрочку платежей за товары и услуги, закупаемые правительством, или невы-

плату средств по статьям расходной части бюджета. Этот инструмент, хотя и может использоваться для временного балансирования бюджета, весьма чреват долгосрочными отрицательными последствиями для экономики в целом. Несвоевременная выплата зарплат, пенсий и пособий приводит к тяжелым социальным последствиям. Невыплата поставщикам может обернуться целой цепочкой банкротств как самих поставщиков, так и финансирующих их банков, которым поставщики не смогут вернуть взятые для производства кредиты. Не получив оплату за ранее выполненные работы и предоставленные услуги, поставщики начнут завышать цены на товары, продаваемые правительству, рассматривая завышенные цены как оплату за задержку прежних платежей. В результате расходы бюджета в долгосрочной перспективе возрастут.

Инструменты денежной политики. Денежная политика обычно контролируется либо независимым от правительства центральным банком, либо совместно денежными властями в лице центрального банка и правительством, если оно в соответствии с национальным законодательством наделено таким правом. Для регулирования спроса ЦБ используют прямые и косвенные инструменты денежной политики. Причем наиболее развитые страны пользуются преимущественно косвенными методами регулирования, которые считаются более рыночными.

@ *Косвенные инструменты (indirect instruments)* – механизмы денежной политики, воздействующие на факторы, определяющие спрос и предложение денег и регулирующие преимущественно предложение денег центральным банком.

В числе косвенных инструментов выделяются следующие:

• *Операции на открытом рынке (open market operations)* – купля или продажа ценных бумаг или других финансовых инструментов центральным банком в целях регулирования ликвидности.

В числе используемых финансовых инструментов – государственные долговые обязательства, долговые обязательства ЦБ и, в некоторых развитых странах, ценные бумаги частного сектора высокой степени надежности. Операции на открытом рынке предпринимаются обычно в целях стерилизации излишней ликвидности в национальной валюте, возникшей, например, в результате покупки иностранной валюты в государственные резервы, либо, напротив, в целях впрыскивания дополнительной денежной массы в обращение. Они также используются в чисто фискальных целях для заимствования на рынке средств для финансирования дефицита государственного бюджета. В этом случае ЦБ обычно выступает агентом по продаже государственных долговых обязательств и выплате процента по ним, который относится в расходную часть бюджета. Чтобы коммерческие банки покупали государственные ценные бумаги, процент по ним должен быть весьма привлекательным, поэтому стоимость этого типа операций для бюджета или ЦБ может оказаться очень высокой.

ЦБ может осуществлять эти операции на первичном и вторичном рынке. Операциями на открытом рынке в чистом виде (*pure open market operations*) считаются только операции на вторичном рынке. Они включают непосредственную куплю-продажу (*outright purchase and sale*) уже выпущенных ценных бумаг, операции продажи с обратным выкупом типа *REPO* (*sale and repurchase agreement*, *REPO*), предусматривающие покупку ЦБ ценных бумаг на рынке с обязательством их выкупа продавцом через определенный и часто весьма короткий промежуток времени. Операции на первичном рынке по торговле вновь выпускаемыми государственными ценными бумагами или бумагами ЦБ относятся к «типу операций на открытом рынке» (*open market type operations*).

Это связано с тем, что государство в этом случае может контролировать напрямую условия выпуска ценных бумаг, что лишает этот тип операций чисто рыночного характера. Торговля на первичном рынке включает продажу ценных бумаг (*outright sales*) и их погашение (*redemption*), т.е. выплату владельцу ее изначальной стоимости, в момент истечения срока их жизни. Обычно предыдущие выпуски ценных бумаг погашаются за счет последующих. Такие операции используются странами, в которых вторичный рынок развит недостаточно. Продажа ЦБ ценных бумаг на открытом рынке сокращает предложение денег, а их покупка или погашение – увеличивают.

- *Норма обязательного резервирования (reserve requirements)* – устанавливаемый ЦБ уровень денежных резервов, который коммерческие банки (КБ) должны поддерживать на счетах в ЦБ и наличными в своей кассе.

Используются большинством стран мира для обеспечения платежеспособности КБ по привлеченным депозитам и обеспечения среднесрочного регулирования ликвидности. По обязательным резервам ЦБ может выплачивать процент. Если этот процент ниже рыночного или не выплачивается вообще, то резервные требования являются формой скрытого налогообложения КБ. Поэтому коммерческие банки зачастую пытаются не выполнять резервные требования либо оказывать нажим на ЦБ, с тем чтобы получать по ним ставку процента, близкую к рыночной. Государственные банки в большинстве стран вообще не выполняют резервных требований. Увеличение коэффициента обязательных резервов сокращает денежную массу, поскольку уменьшает объем свободных денег, находящихся в распоряжении банков для предоставления кредитов. В результате растет цена аккумуляции ресурсов КБ и, как следствие, уровень процента по выдаваемым ими кредитам.

Принудить коммерческие банки выполнять требования обязательного резервирования весьма сложно. Если накладываемые штрафы за недостаточные резервы ниже рыночной ставки процента, КБ предпочитают платить штрафы и использовать резервы для кредитных операций. Поэтому реальные резервы КБ могут существенно отличаться от уровня резервных требований, установленного ЦБ. Выплата процента по обязательным резервам со стороны ЦБ увеличивает резервные деньги и денежную массу в целом. Резервные требования обычно устанавливаются на разном уровне для разных видов депозитов по принципу: чем выше ликвидность депозита, тем выше резервное требование по нему.

Поэтому обычно наиболее высокими бывают требования резервирования по депозитам до востребования, которые могут быть востребованы в любой момент и по которым у КБ должны быть наивысшие гарантии платежеспособности, а более низкими – по сберегательным и срочным депозитам, получение которых нередко требует предварительного уведомления или сопряжено с истечением определенных сроков их хранения. Правда, разный уровень резервных требований может побудить КБ переклассифицировать большую часть находящихся у них депозитов в тот тип, по которому резервные требования наименьшие. Это, в свою очередь, не позволит достичь желаемого сокращения денежной массы. В экстремальных случаях ЦБ может вводить 100-процентную норму резервирования, что фактически означает запрет коммерческим банкам использовать привлеченные ими средства для выдачи кредитов. Эта мера применяется в случаях, когда требуется укрепить местные банки перед лицом конкуренции со стороны иностранных банков, которые перехватывают большую часть депозитов, или когда необходимо перераспределить кредит между отраслями или регионами в соот-

ветствии с поставленными политическими целями. В целом рост нормы обязательного резервирования приводит к сокращению денежной массы, а ее уменьшение – к росту.

• *Кредитные операции ЦБ (central bank credit operations)* – предоставление кредитов со стороны ЦБ по устанавливаемой им ставке централизованного финансирования.

Процентная ставка, по которой осуществляется рефинансирование, устанавливается на уровне выше рыночной, чтобы коммерческие банки использовали этот источник кредита только при исчерпании источников кредита на частном рынке.

- *Дисконтное финансирование / учетное окно (discount financing / window)* – источник кредитования, предоставляемого центральным банком коммерческим по определяемой им ставке рефинансирования. Обычно носит краткосрочный характер и заключается в покупке государственных и частных долговых обязательств.
- *Ломбардное финансирование (lombard financing)* – выдача кредитов со стороны ЦБ под залог, в роли которого обычно выступают государственные или первоклассные частные ценные бумаги под процент выше рыночного.
- *Финансирование овердрафта (overdraft financing)* – покрытие ЦБ краткосрочного перерасхода банками собственных средств сверх остатков на их счетах под процент выше рыночного.
- *Кредитные аукционы (credit auctions)* – механизм установления цены на кредиты ЦБ, который позволяет приблизить ее к рыночной. Используются в условиях недостаточной развитости рынка межбанковского кредитования практически всеми странами. Рост кредитования со стороны ЦБ увеличивает предложение денег, уменьшение – сокращает.

@ *Прямые инструменты денежной политики (direct instruments of monetary policy)* – механизмы денежной политики, непосредственно влияющие на цены (процентные ставки) или количества (размеры кредитов) и регулирующие предложение денег коммерческими банками.

С помощью прямых инструментов власти могут непосредственно устанавливать те или иные показатели развития денежного сектора. В их числе следующие:

• *Контроль над процентными ставками (interest rate controls*) – директивное установление параметров процентных ставок. ЦБ может контролировать уровень, верхний или нижний предел и размах колебания процентных ставок по всем или отдельным видам банковских операций.

• *Контроль над учетной ставкой (discount rate control)* – установление ставки рефинансирования центральным банком коммерческих, обычно на уровне выше рыночного и периодически пересматриваемого денежными властями. Рефинансирование означает, что ЦБ покупает кредиты, выданные КБ, но по цене ниже их номинала (с дисконтом) и под залог государственных ценных бумаг. Повышение ставки централизованного рефинансирования приводит к росту рыночных процентных ставок и используется для сокращения денежной массы, поскольку централизованный кредит становится менее доступным для КБ.

- *Нижний уровень ставки по депозитам (floor deposit rate)* – предписываемый денежными властями минимальный уровень процента, который КБ должны платить по депозитам. Обычно устанавливается на уровне или с небольшой премией к ставке рефинансирования.

- *Верхний уровень ставки по кредитам (ceiling lendingt rate)* – предписываемый денежными властями максимальный уровень процента, под который КБ могут выдавать кредиты. Используется для регулирования прибыльности КБ и устанавливается с премией к ставке рефинансирования.
- *Межбанковские льготные ставки (bank-to-bank discount rates)* – низший предел процентной ставки, устанавливаемый ЦБ для кредитных операций на межбанковском рынке, способствующий поддержанию ее на высоком уровне. Применяются также для переучета по более благоприятной процентной ставке векселей приоритетных отраслей и отдельных банков для подпитки их ликвидностью. Используются для стимулирования кредитования определенных отраслей.

Другие инструменты контроля за процентными ставками применяются чаще всего в условиях неразвитости банковского бизнеса для устранения монопольного ценообразования или когда определенный уровень процента требуется для осуществления программы экономических реформ. Увеличение процентных ставок сокращает предложение денег, падение – увеличивает.

- *Потолки межбанковского кредитования (bank-by-bank credit ceilings).* Применяются для сдерживания роста денежной массы через сокращение физического объема межбанковских кредитов. Кредитные квоты устанавливаются как доля от капитала, существующих кредитов или объемов депозитов. Сдерживают рост денежной массы.
- *Уставные коэффициенты ликвидности (statutory liquidity rations)* – устанавливаемые ЦБ соотношения размеров активов и капитала для коммерческих банков денежными властями с целью сокращения риска банковских операций или стоимости займа для заемщика, которым обычно в этом случае бывает правительство. Например, если банку, имеющему 100 млн. активов и 5 млн. капитала, 10% кредитов (10 млн.) не будут возвращены заемщиками, то банк обанкротится. Если бы размер капитала банка был 12 млн., то банкротства можно было бы избежать. Коэффициенты ликвидности применяются также в большинстве стран мира для сокращения стоимости займов правительством у КБ через продажу государственных долговых обязательств. Рост уставных коэффициентов ликвидности сокращает предложение денег.
- *Целевые кредиты (directed credits)* – кредиты, предоставляемые центральным банком коммерческим банкам для финансирования определенных проектов в соответствии с государственными приоритетами. Они увеличивают предложение денег.

Инструменты внешнеэкономической политики. Для обеспечения сокращения спроса в распоряжении правительства наряду с инструментами денежной и бюджетной политики имеется также ряд инструментов внешнеэкономической политики. Некоторые из них оказывают воздействие как на спрос, так и на предложение, однако здесь классифицированы как инструменты контроля за спросом. Условно их можно подразделить на инструменты управления валютным курсом, инструменты торговой политики и инструменты управления внешним долгом.

@ *Управление валютным курсом (exchange rate management)* – политика государства относительно выбора режима валютного курса и поддержания его уровня.

• *Варианты политики валютного курса (options for exchange rate policy)* – выбор государством механизма курсообразования, который считается наиболее подходящим для конкретной экономической ситуации в данной стране. В главе II, посвященной валютному курсу, было показано, что режимов валютного курса множество – начиная от фиксации курса к одной валюте или корзине валют и кончая полностью независимым плаванием под воздействием спроса и предложения. Фиксированный валютный курс облегчает торговлю со страной, к валюте которой привязан курс национальной валюты и которая обычно является главным торговым партнером, он также способствует взаимному движению капитала. Однако если курс национальной валюты, привязанный только к одной иностранной валюте, изменится в отношении других валют, то такая жесткая фиксация может оказаться препятствием на пути макроэкономической корректировки, поскольку номинальный и, возможно, даже реальный курс останутся неизменными, а номинальный и реальный эффективный валютный курс начнут колебаться. Такого эффекта можно попытаться избежать путем фиксации курса к корзине иностранных валют, что позволит стабилизировать номинальный эффективный валютный курс и до некоторой степени избежать отрицательных последствий от колебания импортных цен.

Недостатками такого режима являются сложности его технического осуществления, ибо кросс-курсы валют в корзине меняются несколько раз в день вследствие нестабильности курса национальной валюты к курсам других валют, привязанным к другим корзинам или к одной валюте; и наконец, падение доверия инвесторов, связанное с тем, что власти могут манипулировать составом и весами валют в корзине. Независимое плавание позволяет курсу национальной валюты быстрее и проще адаптироваться к изменившимся макроэкономическим условиям, эффективнее изолировать национальную экономику от международных шоков. Однако при таком режиме возникает целый комплекс проблем, связанных с невозможностью сколько-нибудь точного прогнозирования валютного курса. Напомним, что от режима валютного курса в критической степени зависит то, какие еще инструменты макроэкономической политики находятся в руках государства. При фиксированном валютном курсе страна практически полностью лишается денежных инструментов, располагая только бюджетными; при плавающем, напротив, бюджетные инструменты полностью неэффективны, а денежные становятся главным макроэкономическим рычагом.

• *Корректировка валютного курса (exchange rate adjustment)* – изменение курса национальной валюты с целью изменения относительных внутренних цен торгуемых товаров.

Такая корректировка может принимать форму девальвации (снижения) курса национальной валюты. Ее главная задача – добиться переключения расходов с иностранных на национальные товары, увеличить экспорт, сократить импорт и улучшить тем самым текущий баланс, приведя в результате в норму соотношение уровня сбережений и инвестиций в экономике. Девальвация увеличивает внутреннюю цену торгуемых товаров по отношению к неторгуемым, поднимает общий уровень цен и сокращает тем самым уровень доходов и расходов в реальном выражении. Поскольку торговый баланс может улучшиться только при падении расходов в реальном выражении, политика девальвации должна сопровождаться набором мер по ограничению бюджетных расходов и роста денежной массы, чтобы не позволить в результате их увеличения свести на нет положительный эффект девальвации.

Расчет точного масштаба девальвации национальной валюты, которая могла бы сократить дефицит торгового баланса до управляемого уровня, практически невозможен. Приблизительным ориентиром может быть курс параллельного (черного) рынка с поправкой на ограниченность его размера и существенной премией за риск осуществления нелегальных операций, которая закладывается в цену иностранной валюты. Другим ориентиром может служить динамика индекса реального эффективного валютного курса, который считается «правильным» на том историческом отрезке, где внешняя платежная позиция государства считалась устойчивой. Индекс на этом промежутке принимается за 100, и вычисляется его динамика в последующие годы. Существенный рост индекса означает снижение международной конкурентоспособности данной страны и косвенно свидетельствует о завышении ее валютного курса. Исходя из этого, масштаб девальвации валюты может быть равным росту реального эффективного валютного курса по сравнению с периодом, принятым за базовый.

@ *Инструменты торговой политики (trade policy measures)* – меры государственной торговой политики, направленные на расширение участия страны в международном разделении труда и стимулирование экономического роста.

Теория международной торговли однозначно свидетельствует, что чем больше страна использует потенциал международного разделения труда, тем выше темпы ее экономического роста. Поэтому набор инструментов, которыми располагает государство в рамках политики либерализации внешнеэкономических связей, сводится к двум основным группам – инструменты стимулирования экспорта (*export promotion*) и инструменты импортозамещения (*import substitution*). Разумеется, обеспечить полностью свободный от ограничений торговый режим невозможно, поэтому в большинстве стран макроэкономическая корректировка направлена на последовательное устранение препятствий на пути свободной торговли. Инструменты валютного курса играют важную роль в стимулировании торговли.

В целях стимулирования высококачественного роста страна может использовать следующие инструменты внешнеторговой политики:

- *Тарифные ограничения (tariff restrictions)* – инструмент регулирования внешней торговли с помощью таможенных пошлин и тарифных квот. В целях либерализации внешней торговли страны обычно отменяют экспортный тариф, унифицируют и максимально упрощают структуру импортного тарифа. Экспортный тариф, который использовался в качестве источника средств в госбюджет, заменяется внутренними налогами, импортный тариф используется для защиты молодых отраслей национальной промышленности, стимулирования местного производства, пополнения бюджета.

- *Нетарифные ограничения (non-tariff restrictions)* – регулирование внешней торговли с помощью количественных (квотирование, лицензирование, «добровольные ограничения»), скрытых (государственные закупки, требования о содержании местных компонентов, технические барьеры, налоги и сборы) или финансовых (субсидии, кредитование, демпинг) инструментов. В целях либерализации торговли роль нетарифных ограничений должна сокращаться и замещаться более явными тарифными ограничениями. Позитивные списки товаров, которые могут импортироваться или экспортироваться, могут заменяться на весьма ограниченные негативные списки товаров, не разрешенных к экспорту или импорту, при том что всеми остальными товарами можно свободно торговать.

На последующих этапах либерализации негативные списки товаров, запрещенных к импорту, конвертируются в списки товаров, на импорт которых накладываются квоты. Затем устраняется и квотирование, которое заменяется лицензированием импорта, поскольку с точки зрения воздействия на мировую торговлю лицензирование считается предпочтительным методом нетарифных ограничений по сравнению с квотированием. Квотирование импорта, не конкурирующего с местным производством, обычно вводится в связи с ухудшением торгового баланса в целом и должно быть устранено, как только появятся признаки его оздоровления.

@ *Управление внешним долгом (external debt management)* – комплекс инструментов внешнеэкономической политики, обеспечивающих поддержание уровня и структуры внешней задолженности на приемлемом уровне, не ставящем под вопрос перспективы долгосрочного роста страны.

Практически все страны мира, даже очень богатые, на том или ином отрезке своего развития прибегают к внешним займам. Главные принципы управления долгом заключаются в определении потенциала заимствования (*capacity to borrow*) и способности обслуживать внешний долг (*ability to service the debt*). Считается, что страна располагает достаточным потенциалом заимствования, если предельный продукт капитала превосходит процент, выплачиваемый по иностранным кредитам. Из закона о сокращающейся предельной производительности капитала следует, что страна не может полагаться только на заимствования из-за рубежа как основной источник экономического роста: рано или поздно процент по таким займам превысит рост предельного продукта капитала и экономический рост окажется отрицательным. Считается, что страна располагает достаточным потенциалом обслуживания внешнего долга, если процентная ставка по внешнему долгу ниже темпа роста экспорта, который является главным источником получения иностранной валюты.

На практике управление внешним долгом связано с большой макроэкономической неопределенностью, которая не позволяет точно установить потенциал заимствования и обслуживания внешнего долга страны. Неопределенность возникает в силу того, что экспорт стран-должников зависит от развития событий на мировом рынке, прежде всего от потенциала импортеров, процентная ставка по кредитам основывается на проценте, складывающемся на мировом рынке капиталов, прогнозировать который чрезвычайно сложно; процентные ставки по текущим долгам могут также изменяться.

Основными инструментами управления внешним долгом являются следующие:

- *Официальный потолок заимствования (formal ceiling on borrowing)* – устанавливаемый органами законодательной власти предельный абсолютный объем внешней задолженности в течение каждого финансового или календарного года, который исполнительные органы не имеют права превышать. Если такой потолок устанавливается только для заимствований по межгосударственным каналам, то, исчерпав лимиты, государство может начать во все больших масштабах заимствовать средства на внутреннем рынке, вытесняя тем самым частный сектор, который останется без кредита. Поэтому предпочтительным является такой законодательный механизм, который устанавливает потолок заимствования как для государственного сектора, так и для страны в целом.

- *Ограничение платежей по обслуживанию долга (debt service ceiling)* – соотношение платежей по обслуживанию долга к доходам от экспорта, не превышающее

определенного процента. Может устанавливаться органами исполнительной или законодательной власти в месячном, квартальном или годовом исчислении. Обычно приемлемым уровнем считаются платежи по обслуживанию долга, не превышающие 20–25% доходов от экспортных доходов.

- *Управление составом внешнего долга (foreign debt composition management)* – поддержание приемлемой для страны структуры внешней задолженности с точки зрения уровня процента, условий и сроков платежа, валютного состава. Приемлемый состав внешней задолженности будет различным для разных стран, поскольку он зависит от существующей структуры валютных резервов страны, предполагаемого нового притока кредитов из-за рубежа, общей экономической ситуации в стране.

Среди возможных подходов к управлению внешней задолженностью выделяются следующие: максимальное использование концессионных (льготных) займов и только потом займов на коммерческих условиях; максимальное приближение сроков кредитов к срокам получения прибыли от инвестиций, которые с их помощью финансируются; при плавающей ставке процента по кредитам прогнозирование будущих платежей по обслуживанию долга при различных сценариях развития ситуации с процентной ставкой; наличие такого валютного состава задолженности, при котором валюты с наиболее нестабильным курсом занимали в ней как можно меньшую долю; наличие тем больших валютных резервов у правительства, чем выше абсолютный уровень задолженности и чем меньше гарантии получения новых кредитов в будущем.

Управление предложением

Макроэкономическая сбалансированность в процессе целенаправленной или автоматической корректировки может быть достигнута с помощью мер, отдельно регулирующих спрос и предложение, либо с помощью их комбинации. Многие инструменты, регулирующие спрос, одновременно могут быть отнесены к инструментам, регулирующим предложение, особенно в рамках политики переключения расходов. Рост объемов и качества реального производства является не только ключевой задачей любой страны и любого правительства, но и важнейшим механизмом выправления дисбалансов в платежном балансе, особенно дефицита текущего баланса, и сокращения бремени внешней задолженности. Если инструменты регулирования спроса хороши для быстрой краткосрочной макроэкономической корректировки и исправления проблем, решение которых откладывать нельзя, то в долгосрочной перспективе они в большей части малоэффективны для достижения высококачественного роста.

@ *Политика регулирования предложения (supply-side policy)* – государственная политика, направленная на усиление заинтересованности и способности реального сектора производить товары и услуги.

Политика регулирования предложения может приобретать различные конкретные формы в зависимости от основных макроэкономических параметров страны, в которых она осуществляется. С учетом стоящих проблем она включает:

- инструменты, направленные на увеличение текущего производства путем повышения эффективности использования и распределения факторов производства – труда, капитала, земли и технологии. Речь идет об устранении таких искажений, как контроль за ценами в той или иной форме, несовершенная конкуренция, налоги и субсидии, внешнеторговые ограничения, которые порождают существенные различия между ценами и предельными издержками;

- инструменты стимулирования долгосрочного роста производства путем создания условий для увеличения внутренних сбережений и инвестиций, улучшения системы образования и подготовки кадров и развития новых технологий. Важную роль играет также привлечение и эффективное использование иностранных сбережений в форме прямых инвестиций, займов или помощи развитию.

Если первая группа инструментов ориентируется прежде всего на улучшение распределения и использование имеющихся ресурсов, то вторая – на их рост в средней и долгосрочной перспективе. Очевидно, что эти две группы инструментов тесно связаны друг с другом.

Например, инструменты расширения текущего производства сами по себе ведут к увеличению сбережений и росту объемов производства. Чтобы быть эффективной, политика управления предложением должна сопровождаться набором мер по структурной реформе экономики, которые могут включать многие меры, относящиеся к инструментам контроля за предложением: изменение валютного курса, систему ценообразования, механизм установления процентной ставки и т.д. Кроме того, для обеспечения эффективной политики управления предложением обычно требуются реформа налоговой и правовой системы, устранение субсидий, жесткое регулирование зарплаты.

Улучшить размещение ограниченных по объемам факторов производства возможно за счет устранения многочисленных препятствий и искажений в рыночном механизме, возникающих в результате недостатков государственной экономической политики, несовершенства рыночной конкуренции, внутренних и внешних макроэкономических шоков и по многим другим причинам.

- *Совершенствование финансового посредничества*. Поскольку финансовая система играет ключевую роль в мобилизации сбережений и вложении их в наиболее прибыльные инвестиционные проекты, она должна максимально способствовать инвестиционной активности. В идеале в процессе реформ должны быть устранены все скрытые или явные препятствия на пути аккумуляции сбережений и их последующих инвестиций, такие как контроль за процентными ставками, который нередко делает их отрицательными в реальном выражении, централизованный контроль за распределением кредита, предоставление кредитов на льготных нерыночных условиях, излишне высокие резервные требования и прочие ограничения, определяемые нерыночным путем. Во многих странах совершенствование финансового посредничества требует глубокой реформы всей банковской системы, включая приватизацию и даже ликвидацию нерентабельных государственных или полугосударственных банков.

- *Реформа государственных предприятий*. Поскольку государственные предприятия зачастую являются главным производителем ключевых товаров (нефть), важнейшим источником базовых услуг (здравоохранение), контролируют инфраструктуру (железные дороги), то от эффективности их функционирования в значительной степени зависит эффективность размещения ресурсов. Опыт показывает, что во многих случаях государственные предприятия весьма неэффективны: они требуют государственных субсидий, характеризуются разросшейся бюрократией, раздутыми и малоквалифицированными штатами, принимают неграмотные инвестиционные решения, завышают цены на свои товары и пр.

Одним из путей реформирования государственных предприятий может быть:

- *реабилитация (reabilitation)* – сокращение участия государства в повседневном управлении и поддержке государственного предприятия, ко-

торое начинает наравне конкурировать с аналогичными предприятиями частного сектора;

- *приватизация (privatization)* – продажа предприятий частным акционерам в расчете на повышение эффективности его функционирования в результате принятия более ответственных инвестиционных и производственных решений частными владельцами;
- *ликвидация (liquidation)* – устранение путем законодательно оформленного банкротства нерентабельных предприятий из структуры экономики.

• *Устранение контроля за ценами*. Субсидируемые или контролируемые цены являются одним из самых серьезных источников искажений в любой экономике, даже развитой. Наиболее типичный пример – субсидирование цен сельскохозяйственных продуктов, применяемое многими странами мира. Выполняя важную социальную функцию, контроль за ценами далеко не гарантирует размещения скудных ресурсов наиболее эффективным способом. Конечно, наиболее предпочтительным инструментом с точки зрения управления предложением является полное устранение контроля за ценами. Если это невозможно по социальным или политическим причинам, то власти могут использовать различные способы корректировки цен, время от времени приводящие их в соответствие с текущими рыночными ценами (т.е. индексацию).

• *Совершенствование рынка труда*. Искажения на рынке труда возникают в результате соглашений о фиксации зарплат или их индексации, которые не позволяют определять зарплату на основе баланса спроса и предложения рабочей силы, из-за сегментации рынка труда (официальный/неофициальный рынок труда, квалифицированный/неквалифицированный труд, городские/сельские работники, работники государственного/частного сектора и т.д.). В результате реальная зарплата, которая должна играть ключевую роль в размещении трудовых ресурсов, перестает быть таким фактором и замещается различного рода двусторонними и многосторонними соглашениями о фиксации зарплаты, которые неминуемо искажают соотношение спроса и предложения на рынке труда.

Устранить все возможные искажения нельзя, особенно в странах с сильным профсоюзным движением. Однако использование следующих инструментов позволит свести их к минимуму: устранение искусственных барьеров на пути миграции рабочей силы, создание законодательной системы, обеспечивающей равенство возможностей в поиске работы, развитие системы образования и переподготовки кадров дефицитных специальностей, проведение сбалансированной с частным сектором политики зарплат и их индексации в государственном секторе.

• *Диверсификация внешней торговли*. Страна может обеспечить наиболее эффективное использование ресурсов, если она в состоянии черпать эти ресурсы как изнутри страны, так и из-за рубежа, в зависимости от того, где они лучше и дешевле. Открытый внешнеэкономический режим наряду с товарной и страновой диверсификацией внешней торговли обеспечивает прямое сопоставление цены различных факторов производства, разумеется в условиях валютного курса, определяемого на рыночной основе. Инструменты расширения производственных возможностей ВНП расходуются на потребление и инвестиции. Темпы экономического роста зависят от пропорции разделения расходов на эти два компонента и темпов и источников роста инвестиций. Экономический рост в долгосрочной перспективе может быть достигнут только в результате увеличения инвестиций, которые, в свою очередь, зависят от уровня сбережений.

• *Стимулирование инвестиций (investment incentives)* – обеспечение роста абсолютного объема инвестиций и их качества. Исследования показывают, что рост инвестиций достигается, с одной стороны, за счет роста их физического объема, но с другой – за счет роста их качества при неизменном физическом объеме. Причем вклад обоих компонентов в инвестиционный рост примерно одинаков. В увеличении физического объема инвестиций большую роль играют такие инструменты, как:

- *Налоговые льготы*. Правительство может предоставлять налоговые льготы и изъятия для стимулирования инвестиций приоритетным отраслям или экономике в целом. Такой эффект достигается, например, в результате снижения ставки налога на прибыль и норм амортизации, сокращения налога на добавленную стоимость или налога с продаж. Очевидно, что оборотная сторона стимулирования объема инвестиций таким путем заключается в сокращении доходной части бюджета, что должно быть компенсировано либо нахождением новых источников доходов, либо сокращением расходов, что не всегда возможно.
- *Ограничение потребления*. Рост объема инвестиций возможен также за счет ограничения роста как государственного, так и частного потребления, что увеличит сбережения. Следовательно, любые рассмотренные выше меры, направленные на ограничение государственного потребления (сокращение государственных расходов) и частного потребления (рост процентной ставки), должны привести к росту инвестиций.
- *Сокращение издержек производства*. Абсолютный размер ресурсов, который можно инвестировать в экономику, можно увеличить за счет роста прибыльности производителей. Наиболее эффективные инструменты сокращения издержек производства следующие: ограничение роста или замораживание реальной зарплаты; сокращение расходов на коммунальные услуги (электроэнергию, воду, транспорт) путем введения государственного контроля или субсидирования их цен; аналогичный контроль за ценами местного сырья и материалов; обеспечение тарифной защиты от наплыва более дешевого импорта, конкурирующего с местным производством, и снижение тарифов на импортные компоненты; регулирование уровня банковского кредита через ограничение максимальной ставки по кредитам или депозитам; снижение курса национальной валюты для обеспечения роста доходов от экспорта.

К инструментам улучшения качества инвестиций относятся следующие:

• *Позитивная реальная процентная ставка*. Поддержание такой ставки на уровне несколько выше мировой должно улучшить распределение инвестиционных ресурсов, поскольку инвестиции будут направлены в те отрасли и проекты, которые потенциально могут обеспечить адекватную доходность на них.

• *Усовершенствование системы оценки проектов*. Главная задача такой оценки заключается в подтверждении того, что прибыльность проекта будет, как минимум, не ниже стоимости капитала, инвестируемого для его реализации. Ошибки в оценке прибыльности проектов, допускаемые многими странами, особенно в отношении заемных инвестиционных ресурсов, резко снижают отдачу от инвестиций, даже несмотря на рост их абсолютного объема.

• *Развитие «человеческого капитала»*. Инвестирование в образование и здравоохранение, а также в развитие дорог и си-

стем коммуникаций резко увеличивает отдачу от инвестиций во все другие отрасли.

@ *Стимулирование сбережений (saving incentives)* – создание благоприятного климата для увеличения сбережений резидентов и привлечения сбережений нерезидентов.

Рост физического объема инвестиций зависит от скорости накопления необходимых для инвестиций сбережений и наличия благоприятного инвестиционного климата внутри страны, который не только не вынуждал бы местных инвесторов размещать свои капиталы за рубежом, но был бы достаточно привлекательным для иностранных инвесторов. Ключевые элементы для роста сбережений следующие: политическая и правовая стабильность, стабильность валютного курса, позитивная реальная процентная ставка, низкая и хорошо контролируемая инфляция, выборочные налоговые меры, стимулирующие сбережения.

РЕЗЮМЕ

1. Макроэкономическая программа – совокупность существующих экономических условий, поставленных экономических целей и инструментов их достижения. Главной целью макроэкономической программы является обеспечение внутренней и внешней устойчивости. Другие цели включают подавление инфляции, снижение ее до уровня, совместимого с долгосрочным ростом; достижение стабильного уровня международной платежеспособности; гарантии приемлемого социального уровня жизни населения. Макроэкономическая программа обычно состоит из следующих ключевых элементов: цели, временные рамки, определение стратегии, инструменты ее реализации, последовательность их использования и надзор за исполнением. Макроэкономическая программа включает переменные, являющиеся ее целями, эндогенные и экзогенные переменные и переменные, являющиеся инструментами экономической политики. Процесс макроэкономического программирования заключается в определении размеров переменных, являющихся инструментами, которые обеспечивают достижение поставленных целей. Макроэкономическая программа включает исторический, оценочный, текущий, короткий, средний и длинный прогнозные периоды. Макроэкономическая корректировка – процесс адаптации экономики к изменившимся внешним и внутренним условиям в результате как автоматического действия законов открытой экономики, так и целенаправленного осуществления правительством политики управления спросом и предложением.

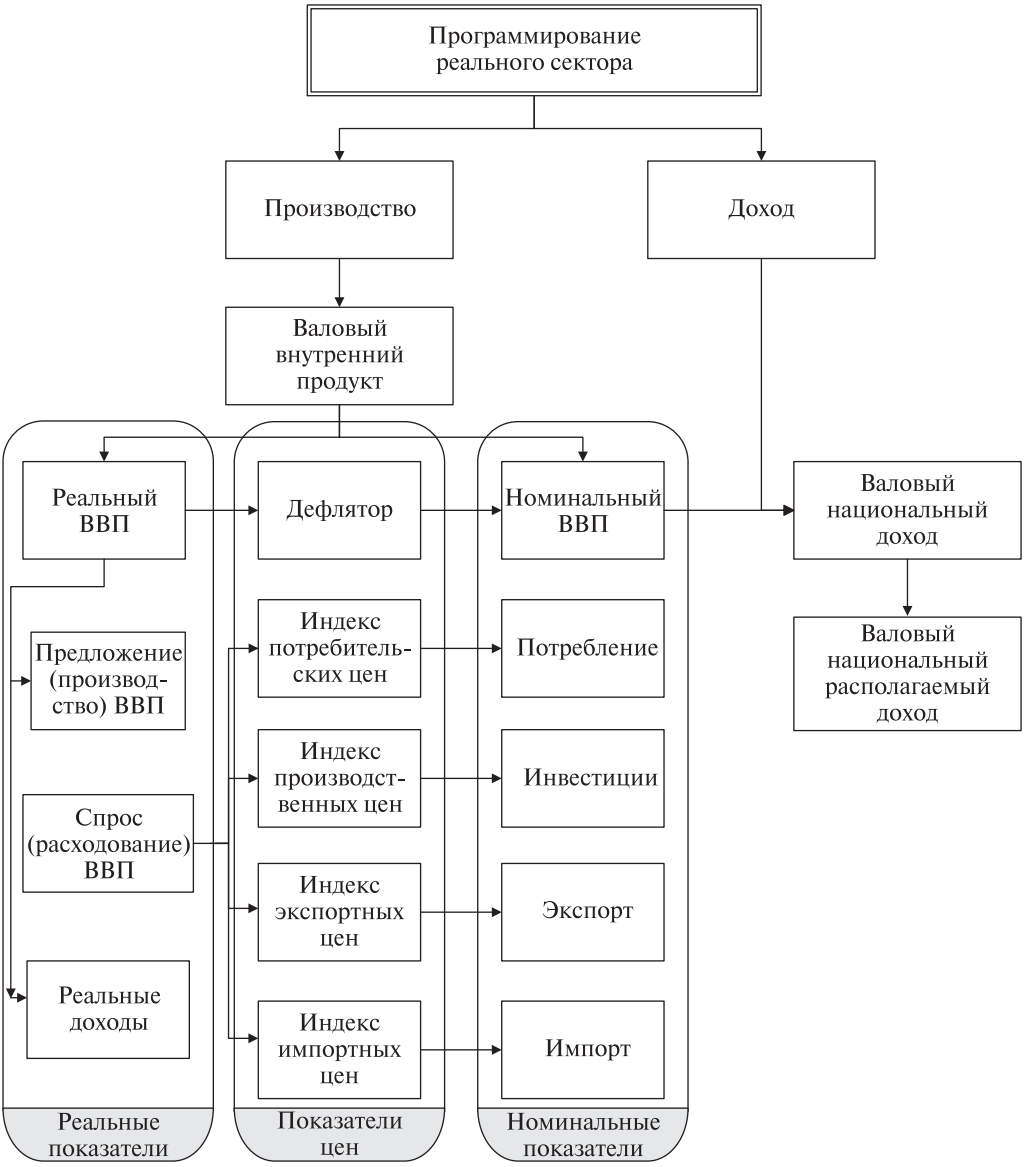
2. Теоретическая модель макроэкономической программы предполагает существование в стране, для которой она составляется, краткосрочной внешней или внутренней разбалансированности, фиксированного валютного курса и надежной оценки роста реального ВВП и уровня инфляции. В рамках базовой модели оценивается перспектива изменения чистого внутреннего кредита, которое может обеспечить достаточное для финансирования платежного баланса изменение чистых международных резервов при заданном функцией спроса на деньги росте широких денег в целом. Первое расширение базовой модели позволяет прогнозировать структуру платежного баланса путем оценки объемов импортных платежей, согласующихся с планируемыми масштабами поступлений от экспорта, изменениями притока капитала и изменениями чистых международных резервов. Второе расширение позволяет прогнозировать бюджетный баланс – размер дефицита

бюджета, который может быть профинансирован за счет внутреннего кредита правительству и кредитования правительства из-за рубежа. Третье расширение позволяет прогнозировать в рамках баланса центрального банка размер его кредита, который обеспечит изменение международных резервов, достаточное для финансирования платежного баланса. Если в стране существует плавающий валютный курс, то его изменения в течение года должны быть учтены в процессе программирования. В целом модель макроэкономического программирования в условиях открытой экономики определяет три ключевые макроэкономические переменные – изменение чистых международных резервов, изменение чистого внутреннего кредита центрального банка и изменение чистого кредита правительству со стороны денежной системы.

3. Управление спросом может осуществляться через использование инструментов экономической политики, которые условно можно разделить на инструменты бюджетной, денежной и внешнеэкономической политики. Инструменты бюджетной политики регулируют политику доходов, обеспечивающую финансирование операций правительства (прямые и косвенные налоги), и политику расходов, представляющую собой распределение бюджетных средств (текущие и капитальные расходы), а также политику финансирования дефицита бюджета. Денежные инструменты бывают косвенными, регулирующими преимущественно предложение денег центральным банком (операции на открытом рынке, резервные требования, кредитные операции ЦБ), и прямыми, непосредственно влияющими на цены (процентные ставки) или количества (размеры кредитов) и регулирующими предложение денег коммерческими банками (контроль над процентными ставками, потолки межбанковского кредитования, уставные коэффициенты ликвидности, целевые кредиты). Внешнеэкономические инструменты контроля за спросом можно подразделить на инструменты управления валютным курсом (выбор режима и уровня валютного курса), инструменты торговой политики (тарифные и нетарифные инструменты) и инструменты управления внешним долгом (официальный потолок заимствования, ограничение платежей по обслуживанию внешнего долга, контроль за структурой внешнего долга).

4. Управление предложением заключается в стимулировании заинтересованности и способности реального сектора производить товары и услуги при существующем уровне номинального совокупного спроса. Она включает две основные группы макроэкономических инструментов: инструменты, использование которых направлено на увеличение текущего производства путем повышения эффективности использования и распределения факторов производства – труда, капитала, земли и технологии, и инструменты стимулирования долгосрочного роста производства путем создания условий для увеличения внутренних сбережений и инвестиций, улучшения системы образования и подготовки кадров и развития новых технологий. Первая группа инструментов обеспечивает улучшение распределения и использование имеющихся ресурсов за счет совершенствования финансового посредничества, реформирования государственных предприятий, устранения контроля за ценами, совершенствования рынка труда и диверсификации внешней торговли. Вторая группа инструментов нацелена на обеспечение роста реального производства в долгосрочной перспективе за счет стимулирования объема и качества инвестиций и стимулирования сбережений как материальной базы всяких инвестиций. Многие инструменты регулирования предложения одновременно могут использоваться и для регулирования спроса.

План-схема


Программирование реального сектора
Производство
Доход
Валовый внутренний продукт
Реальный ВВП
Дефлятор
Номинальный ВВП
Валовый национальный доход
Предложение (производ-ство) ВВП
Индекс потребитель-ских цен
Потребление
Валовый национальный располагаемый доход
Индекс производст-венных цен
Инвестиции
Спрос (расходование) ВВП
Индекс экспортных цен
Экспорт
Реальные доходы
Индекс импортных цен
Импорт
Реальные показатели
Показатели цен
Номинальные показатели

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Баланс инвестиций и сбережений
Валовый внутренний продукт
Валовый национальный доход
Валовый национальный располагаемый доход
Внутренние сбережения
Возрастающее соотношение капитала /выпуска
Индекс импортных цен
Индекс оптовых цен
Индекс потребительских цен
Индекс производственных цен
Индекс розничных цен
Индекс экспортных цен
Национальные сбережения
Потенциальное производство
Рыночная цена
Система национальных счетов

14. ПРОГРАММИРОВАНИЕ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА

Структура реального сектора

Программирование реального сектора заключается в определении текущего уровня фактического производства не одного, а всех предприятий страны и тенденции его развития в среднесрочной перспективе.

Из огромного количества показателей, которые могут быть использованы для оценки развития событий в реальном секторе, необходимо выбрать тот, который может служить общим знаменателем для практически любых межсекторальных и межстрановых сопоставлений. Таким показателем является валовой внутренний продукт, и все остальные показатели денежного, бюджетного и внешнего секторов в целях сопоставимости могут быть выражены как процент от ВВП. Валовый внутренний продукт, как наиболее базовый статистический показатель, рассчитывается на основе разработанной международными организациями системы национальных счетов (СНС).

@ *Система национальных счетов, СНС (System of National Accounts, SNA)* – статистическая система учета различных видов экономической деятельности, применяемая для описания и анализа макроэкономических процессов.

В реальном секторе СНС показывает объем фактического производства за определенный период времени и устанавливает вклад основных секторов и факторов производства в совокупное производство. СНС служит статистической основой анализа состояния экономики в конкретный момент времени, базой межвременных сопоставлений тенденций экономического развития страны, мерой сопоставления текущего состояния экономики с существующим в ней потенциалом, базой осуществления межстрановых сопоставлений.

В соответствии с СНС экономика состоит из институциональных единиц – экономических агентов, имеющих активы, способных приобретать обязательства и вступающих в экономические сделки с другими экономическими единицами. СНС отличает национальную экономику от остального мира по принципу того, является ли экономический агент резидентом, а не по принципу его национальности или валюты, в которой он совершает сделки. Как в платежном балансе, резидентом признается институциональная единица, имеющая центр экономических интересов на экономической территории данной страны, т.е. если она там физически расположена и осуществляет эко-

номическую деятельность по меньшей мере в течение года. Экономической территорией страны считается географическая территория, руководимая правительством, в рамках которой люди, товары и капитал могут перемещаться без ограничений. Кроме того, в экономическую территорию включаются воздушное пространство, территориальные воды, континентальный шельф, принадлежащие данной стране территориальные анклавы в других странах (посольства, консульства, военные базы и пр.), свободные экономические зоны и оффшорные компании.

@ *Валовый внутренний продукт (gross domestic product, GDP)* в рыночных ценах может быть определен следующим образом:

- Со стороны реального производства как сумма добавленной стоимости, созданной в каждом секторе экономической деятельности

$$GDP = \sum VA.$$

Добавленная стоимость – это разность валовой добавленной стоимости, произведенной резидентами во всех секторах экономической деятельности (*output*, *Y*), минус их промежуточные затраты (*intermediate inputs, in*). ВВП можно рассчитать просто сложением добавленной стоимости по секторам производства, предполагая, что показатели каждого сектора уже являются разностью добавленной стоимости и издержек.

- Со стороны конечного использования ВВП рассчитывается как сумма расходов на потребление (*C*), инвестиции (*I*) и чистого экспорта товаров и нефакторных услуг [чистый экспорт равен экспорту товаров и нефакторных услуг (*X*) минус импорт товаров и нефакторных услуг (*IM)*]

$$GDP = C + I + (X - IM).$$

- Со стороны доходов ВВП рассчитывается как сумма зарплаты (*W*) работников и прибыли компаний, называемой в СНС операционным профицитом (*operating surplus*, *OS*), и косвенных налогов минус субсидии

$$GDP = W + OS + ITS.$$

Косвенные налоги, накладывающиеся на товары и услуги (*IT*), должны добавляться к расчету ВВП, ведь предприятия выплачивают в бюджет часть результата своего производства. Субсидии, полученные предприятиями из бюджета (*S*), вычитаются, поскольку они не могут считаться результатом их производства.

Числовое значение номинального ВВП при всех трех измерениях должно быть одинаковым.

Только ВВП является измерителем объемов производства или выпуска товаров и услуг, будь то в текущих или постоянных ценах. Все остальные показатели производства измеряют уровень доходов. Другие, получаемые на базе ВВП, показатели измеряют как производство, так и доход от иной деятельности, чем реальное производство.

В практических целях наиболее важными являются следующие переменные:

@ *Валовый национальный доход, ВНД (gross national income, GNI)* – сумма ВВП и чистого факторного дохода (*YF*) – получение и оплата процентов по займам плюс разность от оплаты доходов по зарубежным инвестициям по платежному балансу

$$GNI = GDP + YF.$$

Чистые факторные доходы представляют собой разность поступлений и платежей за использование факторов производства – капитала и рабочей силы. Если она положительна, то на эту сумму увеличивается доход страны, но не ее производство.

Основное отличие *GDP* от *GNI* – чистый факторый доход (*net factor income* –

NY) – разность доходов от использования имеющихся за рубежом факторов производства, которые находятся в собственности резидентов, и выплат нерезидентам за использование принадлежащих им факторов производства в данной стране. В состав *NY* входят:

- разность доходов от инвестиционной деятельности, таких как полученная из-за рубежа прибыль на прямые и портфельные инвестиции и проценты на депозиты;
- разность переводов в страну и из страны рабочих-мигрантов, которые считаются резидентами своей, а не зарубежной страны;
- разность сумм ренты, полученной за сданную в аренду недвижимость за рубежом, принадлежащую резидентам данной страны, авторские гонорары, получаемые из-за границы.

@ *Валовый национальный располагаемый доход, ВНРД (gross national disposable income, GNDI)* исчисляется как сумма ВН и чистых трансфертов (*NT*) – разность получения и выплаты частных и государственных переводов по платежному балансу:

$$GNDI = GNI + NT.$$

Трансферты включают международные платежи, по которым не предусматривается получение чего-либо взамен. Это – переводы мигрантов, дары, чрезвычайная экономическая помощь от зарубежных правительств или других организаций. Если чистые трансферты положительны, то они добавляются к совокупному доходу страны, но не к ее производству. Денежные переводы рабочих-мигрантов на родину, если они рассматриваются как резиденты той страны, в которой работают, считаются трансфертами. Если они продолжают рассматриваться как резиденты своей страны, то их переводы считаются факторными платежами.

Таким образом, *GNDI* – самое широкое измерение дохода страны, который генерируется как ее национальным производством, так и получается из-за рубежа или передается за рубеж, в зависимости от того, являются ли чистый доход и чистые трансферты положительными или отрицательными

$$GNDI = GDP + NY + NT,$$

если $NY < 0$ и $TR < 0$, то $GNDI < GDP$.

Показатели производства и дохода могут быть суммированы в виде таблицы 14.1.

Таблица 14.1. **Показатели производства и доход**

<table>
<tr><td colspan="4">GNDI</td></tr>
<tr><td colspan="3">GDI</td><td></td></tr>
<tr><td colspan="2">GDP</td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>$Y = \sum Yi$
$Y = C + I + X + Im$
$Y = W + OS + ITS$</td><td>+ NY</td><td>+ NT</td><td></td></tr>
</table>

Из показателей дохода можно получить два показателя сбережений – часть дохода, которая не была потреблена. Это:

- Внутренние сбережения (*domestic saving*): $S_d = GDP - C$.
- Национальные сбережения (*national saving*): $S_n = GDI - C$ или $S_n = GNDI - C$.

В широком смысле показатель дохода *GNDI* состоит из расходов на потребление, инвестиции и текущего счета платежного баланса, т.е. $X + IM + NY + NT = CAB$.

Представление агрегатов

Главная задача при анализе реального сектора заключается в достоверном измерении и прогнозировании всех цен в экономике сектора (общего уровня цен, зарплаты, ренты, производства товаров

и прибыли). В этих целях основные макроэкономические агрегаты могут представляться разными способами, в зависимости от того, какой именно показатель или тренд прогнозируется. Основные различия следующие:

• *Производство (output) – доход (income).* Наиболее точным измерителем объема производства добавленной стоимости в физическом (тонны, штуки, киловатт/часы, погонные метры и т.п.) или в стоимостном (миллиарды долларов, триллионы рублей и т.п.) выражении является только ВВП. Все остальные вышеопределенные показатели добавляют к производству компонент дохода и являются, следовательно, измерителями совокупного дохода, а не только производства. Тем самым ответ на вопрос, насколько выросло производство страны, содержится только в изменении ВВП; ответ на вопрос, насколько увеличился доход страны, содержится в изменении других показателей доходов в зависимости от того, как определяются доходы. В результате ответ на вопрос, насколько выросла экономика страны в прошлом году, может быть разным в зависимости от того – производство или доход и какой доход – имеется в виду.

• *Потоки (flows) – запасы (stocks).* Реальный сектор оперирует понятием потоков, представляющих собой экономическую деятельность за определенный промежуток времени (например, производство за год, месяц, квартал), и запасов, являющихся состоянием сектора на определенный момент времени (например, количество занятых на конец года). Связь запасов с потоками заключается в том, что запасы на конец года, плюс потоки за последующий год должны равняться запасам на конец следующего года. Потоки, приводящие к изменению стоимости запасов, могут быть результатом совершаемых сделок, стоимостных колебаний в результате изменения валютного курса или инфляции (рост стоимости валютных резервов), естественных причин (землетрясение, разрушившее завод, сокращает запас капитала, а открытие нового месторождения природных ископаемых его увеличивает).

• *Валовые (gross) – чистые (net) показатели.* В СНС основные макроэкономические агрегаты могут показываться как в валовом, так и в чистом выражении. Теоретически для точного измерения объема производства необходимо использовать только чистые показатели, представляющие собой валовый показатель производства за вычетом промежуточных производственных затрат. Например, для подсчета стоимости производства хлеба можно просто сложить стоимость производства зерна, стоимость производства муки из этого зерна и стоимость производства самой буханки хлеба. Но в этом случае производство зерна будет учтено как минимум трижды. Поэтому в СНС берется только стоимость производства конечного продукта каждой отрасли за вычетом промежуточных затрат. Для перехода от валового показателя к чистому вычитается и амортизация основного капитала, т.е. износ самих станков и оборудования в процессе производства. Однако, несмотря на то что реальное производство должно измеряться в чистом выражении как чистый внутренний продукт, СНС использует концепцию валового внутреннего продукта, просто поскольку его легче рассчитать.

• *Номинальные (nominal) и реальные (real) показатели.* Номинальные показатели выражены в ценах текущего года, реальные – в ценах некоторого года, принятого за базовый. Поэтому, например, реальный ВВП прошлого года можно называть ВВП в ценах базового года. Рост номинального ВВП отражает одновременно рост физического объема производства товаров и рост их цен. Рост реального ВВП отражает только рост физи-

ческого объема производства. Таким образом, номинальный ВВП (*nominal GDP*, *Y*) – ВВП в текущих ценах, который измеряет номинальный уровень дохода из внутренних источников. Реальный ВВП (*real GDP*, *y*) – ВВП в постоянных ценах базового года, который измеряет выпуск и реальный доход. Этот показатель является отражением экономического роста страны. Дефлятор ВВП (*DGP deflator*, *d*) – индекс, обозначающий изменение среднего уровня цен в экономике по отношению к базовому году. Он вычисляется как частное от деления номинального ВВП на реальный: $d = \frac{Y}{y}$.

• *Факторные (factor cost) и рыночные (market price) цены*. ВВП в ценах факторов производства измеряет реальное производство и должен быть равен сумме всех доходов, получаемых экономическими агентами на использование имеющихся у них факторов производства. СНС не рассматривает косвенные налоги, уплачиваемые правительству, и субсидии, выплачиваемые правительством, как перераспределение дохода. ВВП в ценах факторов производства плюс косвенные налоги минус субсидии называется ВВП в рыночных ценах. Тем самым ВВП в ценах факторов производства всегда будет отличаться от ВВП в рыночных ценах на величину чистых косвенных налогов, которая будет положительной, если налоги больше субсидий, и отрицательной в обратном случае.

В подавляющем большинстве стран СНС развита недостаточно. Чаще всего статистические органы ежегодно рассчитывают только номинальный ВВП в разбивке по секторам и экономической деятельности и по направлениям расходов. В редких случаях эти же данные составляются на ежеквартальной основе. Качество национальных счетов обычно весьма посредственное, что приводит к искажениям в оценке ВВП. Статистика реального сектора обычно ведется центральным статистическим органом страны либо министерством планирования или экономики. В некоторых странах отсутствует единый орган подготовки национальных счетов, которые составляются различными министерствами, в результате чего могут возникать разные оценки одного и того же показателя. СНС, разумеется, не улавливает производство в теневом секторе экономики, контрабанду, недооценивает производство ТНК, использующих трансфертные цены. Поэтому для анализа выбирают ту статистику, которая кажется наиболее надежной.

Главные параметры, на которые надо обратить особое внимание, следующие:

- Соответствие данных СНС данным бюджета. Правительственное потребление и правительственные инвестиции в идеале должны быть одинаковыми в СНС и в бюджете. Расхождения могут возникать в связи с тем, что бюджет составляется на основе принципа наращивания (*accrual basis*), в соответствии с которым доходы и расходы признаются в момент их возникновения (хотя наличными они еще не получены или не выполнены), тогда как в национальные счета данные заносятся на основе наличного учета или наоборот. Национальные счета могут содержать оценки их составителей расходов на потребление и инвестиции внебюджетных фондов, если таковые имеются.

- Соответствие данных СНС данным платежного баланса. Опять-таки показатели экспорта и импорта товаров и нефакторных услуг в обоих случаях должны быть одинаковыми. Различия могут возникать из-за использования различного валютного курса (среднего за период, на конец периода) для конверсии данных платежного баланса в национальную

валюту, из-за использования различных методов оценок размера торговли нефакторными услугами, которые обычно плохо улавливаются статистикой.

При пересмотре данных СНС желательно пользоваться первоисточниками. Если анализировать ВВП со стороны расходов, то сначала необходимо установить точное соответствие между чистым экспортом в ВВП и соответствующими данными платежного баланса. В результате весь внутренний спрос (сумма инвестиций и потребления) можно рассматривать как остаточную величину. В данных об инвестициях правительственные инвестиции должны точно соответствовать инвестициям бюджета, а частные могут считаться остаточной величиной. Аналогичным образом правительственное потребление в национальных счетах должно точно соответствовать потреблению правительства, рассчитанному по бюджету, тогда как частное потребление может считаться остаточной величиной. Общий объем ВВП может быть увеличен с учетом уровня производства в нелегальном секторе экономики, хотя такие оценки обычно весьма неточны. Наконец, все данные ВВП, и особенно те, что получены как остаточные величины, необходимо сопоставить с данными других секторов экономики. Например, темп роста номинального ВВП должен быть близок к темпу роста широких денег и кредита частному сектору. Темп роста потребления не может быть больше, чем роста доходов от косвенных налогов. Реальный импорт чаще всего не может расти быстрее, чем реальный ВВП.

Реальный ВВП

Точно определить будущие объемы производства в открытой экономике крайне сложно, даже практически невозможно. В идеале необходимо делать параллельный прогноз роста реального ВВП со стороны производства (предложения), расходов (спроса) и доходов (рис. 14.1). Однако в реальности ВВП чаще всего прогнозируется только со стороны предложения, и этот прогноз перепроверяется со стороны доходов. Прогнозируя реальный сектор, можно заняться изучением преобладающих тенденций производства, исходя из того, что они определяются как возможностями производства товаров, так и спросом на них. Причем можно учитывать спрос и предложение как внутри страны, так и из-за рубежа.

Исходной точкой прогноза являются последние твердые цифры реального и номинального ВВП, официально опубликованные статистическими органами и подтвержденные на политическом уровне. Сначала прогнозируется рост реального ВВП и дефлятор ВВП, а затем на этой базе номинальный ВВП. Номинальный ВВП – это реальный ВВП, умноженный на прогнозируемое изменение дефлятора.

При прогнозе со стороны предложения обычно используют три основных способа:

- Учитывается рост (*growth accounting*).
- Рассматриваются опережающие показатели (*leading indicators*), тренды факторов производства, эконометрические методы, $Y = f(x, y, z)$.
- Происходит взвешенное суммирование роста добавленной стоимости в ключевых секторах.

Прогнозирование со стороны предложения может быть построено на изучении динамики основных производственных секторов (рис. 14.2):

- Первичного сектора – базовых отраслей производства (сельского хозяйства, лесоводства, охоты, рыболовства, добывающей промышленности).
- Вторичного сектора – отраслей, производящих материальные товары (промышленности, строительства, ремесел).

Рис. 14.1. **Способы прогнозирования реального ВВП**

Рис. 14.2. **Основные секторы реального производства**

- Третичного сектора – отраслей, производящих услуги (торговли, банков, транспорта, связи, образования, культуры, здравоохранения).

В самом общем случае для прогноза со стороны производства оценивается следующая функция:

$$Y = f(K, L, A),$$

где Y – избранный показатель производства или дохода в реальном выражении; K – накопленный запас капитала; L – труд; A – все другие факторы, способные повлиять на объемы производства (*total factor productivity, TFP*). Если предположить, что функция имеет форму функции Кобо – Дугласа ($Y = AK^{\alpha}L^{1-\alpha}$), то, взяв логарифмы, уравнение можно записать в поддающейся оценке линейной форме как $\ln Y = \ln A + \alpha \ln K + (1 - \alpha)\ln L$. Поскольку переменные Y, K и L известны из статистики, A (прочие факторы, от которых зависит размер реального производства, помимо капитала и труда), всегда

можно вычислить как остаточную величину $\ln A = \ln Y - \alpha \ln K - (1 - \alpha)\ln L$. Эти прочие факторы могут рассматриваться как совместный вклад в рост реального производства изменения производительности труда и продуктивности капитала, который может быть как положительным, так и отрицательным. Отрицательный вклад роста продуктивности может перекрыть положительный вклад роста капитала и труда и привести к сокращению реального ВВП.

Подход к прогнозированию роста реального ВВП со стороны производства имеет свои преимущества и недостатки. Преимущества заключаются в том, что все переменные, кроме *TFP*, известны из СНС и составление прогноза на этой базе весьма просто. Недостатки заключаются в необходимости предоставлять достоверные данные о запасах L (они имеются в большинстве стран) и накопленном капитале K (оценка таких запасов имеется далеко не во всех странах). Более того, оценка роста L возможна на основе моделей роста населения и его трудоспособного компонента, а оценка роста K во многом зависит от поведения инвесторов. Очевидно, что оценить сколько-нибудь точно производственную функцию можно, только располагая полными статистическими данными о капитале, занятости, инвестициях, которые сами являются функциями многих переменных. Для этого строится эконометрическая модель, покрывающая 15–20 лет, что возможно сделать только для весьма стабильных развитых стран.

Однако в рыночной экономике предложение всегда следует за спросом и им определяется. Если спрос недостаточен, предприятия сокращают производство и персонал. Поэтому прогноз производства на долгосрочную перспективу в большей степени может ориентироваться на рост предложения, чем на спрос, тогда как краткосрочный прогноз производства скорее всего сильнее связан со спросом, чем с предложением.

В подавляющем большинстве стран ни статистических данных, ни теоретической модели их анализа на большом временном промежутке не существует. Поэтому прогнозирование основывается на экстраполяции прошлых трендов, либо по отраслям экономической деятельности, либо, для небольших стран, по экономике в целом. Если предположить, что темпы роста реального ВВП в следующем году будут такими же, как в среднем за несколько предшествующих лет, то их можно оценить исходя из простой формулы кумулятивного роста:

$$y_t = y_0(1 + r)^t,$$

где y_t – реальный ВВП в году t; y_0 – реальный ВВП в базовом году; r – темп роста реального ВВП. Откуда темп роста реального ВВП составит $r = \sqrt[t]{\frac{y_t}{y_0}} - 1$.

Такая весьма грубая оценка темпа роста может быть скорректирована на базе аналогичных секторальных прогнозов, которые примут во внимание характерные особенности каждого сектора. Например, строительство отелей может быть связано с ростом притока туристов, плохие прогнозы погоды – с уменьшением сельскохозяйственного производства и т.п. Секторальные прогнозы особенно важны в периоды структурных изменений в экономике, когда удельный вес отраслей в ВВП меняется. Если секторальные прогнозы осуществляются в реальном выражении, то предполагаемый рост реального производства в натуральном выражении умножается на цену данного продукта в том году, который принят за базовый.

В странах, где нет одного лидирующего сектора, но общее число секторов весьма ограничено, наиболее точный прогноз роста реального ВВП может быть сделан на основе простого опроса представителей этих секторов относительно планов их роста в среднесрочной перспективе. Обычно сотрудники соответствующих

министерств имеют достаточно четкое представление о том, какая из отраслей будет развиваться в ближайшем будущем. Затем секторальные оценки просто взвешиваются по относительной доле каждого сектора в ВВП, в результате чего получается прогноз роста реального ВВП.

Прогноз добавленной стоимости в каждой отрасли делается отдельно. Поскольку доля добавленной стоимости в каждой отрасли неизвестна, она принимается неизменной по сравнению с базовым годом. Секторальные прогнозы особенно важны в периоды структурных изменений в экономике, когда удельный вес отраслей в ВВП меняется.

Горизонты прогноза с использованием этого метода обычно составляют не более 5 лет. В краткосрочном периоде разрыв производства (*output gap*) считается неизменным, но должен быть закрыт к концу прогнозного периода, т.е. через 5 лет.

Несколько практических правил могут быть полезны при сопоставлении с действительностью полученного прогноза роста реального ВВП со стороны предложения:

- Перебои с электричеством обычно провоцируют падение объемов промышленного производства
- Высокие цены на нефть ведут к сокращению энергоемкого производства, например, сельского хозяйства, где требуются большие объемы горюче-смазочных материалов и топлива.
- Рост притока туристов побуждает к увеличению объемов строительства, особенно гостиниц.
- Плохие погодные условия уменьшают объемы сельскохозяйственного производства.
- Открытие новых месторождений после начала их разработки способствует росту добывающей промышленности.

Если известна структура номинального ВВП по расходам, то для перехода к реальному ВВП необходимо дефлировать каждый компонент расходов с помощью наиболее подходящего индекса: для потребления – индекса потребительских цен, для инвестиций – индекса производственных цен, для импорта – индекса импортных цен, для экспорта – индекса экспортных цен. При более подробном подходе можно попытаться выделить государственное потребление и дефлировать текущие расходы по индексу потребительских цен, а капитальные – по индексу производственных цен. Результатом также будет реальный ВВП. Наиболее простой подход – использование индекса потребительских цен для дефлирования номинального ВВП – неприемлем, поскольку он не покрывает всю экономику, а только потребительские товары, включая импортные, и не отражает текущую структуру производства и спроса.

Имея реальный ВВП по статьям расходов за прошлый период, его прогноз можно построить, используя компоненты формулы $GDP = (C_g + C_p) + (I_g + I_p) + (X - IM)$.

- *Потребление*. Государственное потребление равно текущим расходам бюджета (на выплату зарплат государственным служащим и закупку товаров и услуг). Частное потребление может считаться постоянной или трендирующей долей в ВВП, равной последнему наблюдаемому уровню (т.е. быть непрогнозируемой, *random walk*) и оцениваться эконометрически на основе функции потребления как $C_p = f$(*disposable income*, *wealth*, *interest rate*...) или просто рассчитываться как остаточная величина.

- *Инвестиции*. Государственные инвестиции равны инвестиционным расходам бюджета. Частные инвестиции могут оцениваться по частям, например, инвестиции в недвижимость, бизнес и запасы (*inventories*) имеют разную динамику.

Частные инвестиции могут также оцениваться с использованием модели акселератора: инвестиции пропорциональны изменениям реального ВВП, а амортизация пропорциональна уровню ВВП. Поэтому частные инвестиции пропорциональны изменению уровня ВВП. Наконец, они могут быть оценены на основе эконометрической функции инвестиций как $I_p = f(\Delta Y,\ Y$, реальный процент, инфляция, валютный курс...). Наконец, если частное потребление не является остаточной величиной, а оценивается одним из перечисленных выше способов, частные инвестиции также могут быть рассчитаны как оценочная величина.

- Экспорт и импорт товаров и услуг берутся из прогноза платежного баланса.

Если имеется только оценка номинального ВВП в целом, то для перехода к реальному ВВП можно использовать один из следующих способов:

- Номинальный ВВП, представленный как сумма количества и цены всех товаров ($\sum P_{it}Q_{it}$), конвертируется в реальный с помощью индекса Пааше (*Paasche index* ($\sum P_{it}Q_{it} / \sum P_{i0}Q_{it}$) как:

$$\frac{\sum P_{it}Q_{it}}{\sum P_{it}Q_{it} \ / \ \sum P_{i0}Q_{it}} = \sum P_{i0}Q_{it},$$

где P_{it} – цена товара (i) в году (t); P_{i0} – цена товара (i) в базовом году (0); Q_{it} – количество товара (i) в году (t). Индекс Пааше требует использования текущих весов отдельных товаров в совокупном производстве, которые можно рассчитать только после того, как производство реально совершилось. Использование этого индекса приводит к некоторой недооценке реального ВВП.

- Имеющиеся данные о реальном ВВП за прошлый год экстраполируются с помощью индекса Ласпейреса (*Laspeyres index*), рассчитанного как индекс физического объема:

$$\sum P_{i0}Q_{i0}\frac{\sum P_{i0}Q_{it}}{\sum P_{i0}Q_{i0}} = \sum P_{i0}Q_{it}.$$

Результат, как видно, тот же самый – физический объем производства оценивается в ценах базового года. Разница заключается в том, что индекс Ласпейреса использует постоянные веса базового периода и поэтому более пригоден для прогнозирования. Применение этого индекса приводит к некоторой переоценке реального ВВП. Однако, если за базовый каждый раз берется предыдущий год и, соответственно, веса предыдущего года используются для оценки реального ВВП в последующем, эта переоценка не столь велика. В большинстве стран оценка реального ВВП основывается именно на этом методе. Даже если индекс физического объема не рассчитывается для всех секторов, то чаще всего он имеется хотя бы для ключевых (например, нефтедобычи), чего бывает достаточно, чтобы спрогнозировать весьма существенную долю ВВП. Имея оценку реального ВВП, дефлятор ВВП вычисляется как простое частное номинального и реального ВВП.

При оценке будущего производства со стороны предложения обычно предполагается, что существуют неиспользованные производственные мощности (недоиспользованный капитал), безработица (недоиспользованной труд), ждущие применения технологические новинки, задействование которых в процессе производства приведет к росту его объемов.

@ *Потенциальное производство (potential output)* – уровень реального ВВП достижимый при условии, что имеющиеся в распоряжении экономики факторы производства используются практически полностью.

Сокращение разрыва между наблюдаемым и потенциальным уровнем производства (*output gap*) означает реальный экономический рост за счет вовлечения в производство недоиспользованных ре-

сурсов без отрицательного воздействия на инфляцию. Если же разрыв отсутствует или его размер переоценен, стимулирование экономики может привести только к всплеску инфляции на фоне незначительного реального роста. Таким образом, если наблюдаемое производство выше своего потенциального уровня, можно ожидать роста инфляции. В противном случае имеет место недоиспользование ресурсов.

Существует два основных метода оценки разрыва производства:

- Статистические методы. Они включают выборку данных о реальном ВВП с помощью фильтра (*Hodrick-Prescott filter*), осуществление декомпозиции (*Beverage-Nielsen decomposition*), применение моделей ненаблюдаемых компонентов (*unobserved components models*).
- Структурные модели. Они включают авторегрессионные модели (*VAR*, *Blanchard – Quah*), оценку производственной функции, моделирование спроса и системные оценки, привязанные к оценке «естественного» уровня использования основных факторов производства (*NAIRU*).

Для любой реальной переменной X процедура оценки разрыва производства может состоять из следующих этапов: взять логарифм X и его первые разности, смоделировать авторегрессионный процесс $AR(4)$, и использовать его для прогноза на следующие 5 лет. Затем использовать HP фильтр с параметром сглаживания (*smoothing parameter*) 100 для оценки разрыва производства.

Номинальный ВВП

Реальный ВВП (в постоянных ценах) важен как показатель экономического роста. Однако, для всех остальных целей макроэкономического программирования (оценки доходов бюджета и спроса на деньги, составления баланса инвестиций и сбережений, прогнозирования импорта и пр.) важен номинальный ВВП (в текущих ценах). Разница между реальным и номинальным ВВП заключается в дефляторе.

@ *Дефлятор ВВП (GDP deflator)* – один из измерителей инфляции, представляющий собой частное от деления номинального ВВП на реальный ВВП.

Дефлятор ВВП можно точно вычислить только применительно к прошлому периоду, когда известны окончательные статистические данные о ВВП в текущих и постоянных ценах. Для перехода к номинальному ВВП необходимо реальный ВВП умножить на прогнозируемый дефлятор. Таргетируемый уровень потребительских цен (инфляции) не может использоваться в качестве прогноза дефлятора, поскольку последний, хоть и является показателем изменения цен, существенно отличается от индекса потребительских цен (ИПЦ) – самого распространенного измерителя инфляции (табл. 14.2). В макроэкономическом программировании инфляция таргетируется и является заданной цифрой на будущий год в рамках поставленных целей экономической политики. Дефлятор же не таргетируется, а прогнозируется и зависит как от таргетируемой инфляции (потребительских цен), так и от прогноза других цен.

Принципиальное различие заключается в том, что дефлятор измеряет изменение цен товаров, произведенных в экономике в целом как для потребления внутри страны, так и на экспорт. В году, избранном за базовый для расчета реального ВВП, скрытый дефлятор ВВП равен единице. В то же время ИПЦ показывает изменение цены только на корзину ограниченного числа национальных и импортных товаров, потребляемых населением. ИПЦ исключает инвестиционные товары, дефлятор – импортные товары. Де-

Таблица 14.2. **Различия индекса потребительских цен и дефлятора ВВП**

	Индекс потребительских цен	Дефлятор ВВП
Тип индекса	Laspeyres, веса (количества) базового года	Paasche, веса (количества) текущего года
Покрытие	товары и услуги, потребляемые в стране	товары и услуги, произведенные в стране
За исключением	инвестиционных товаров	импортных товаров
При росте цен	переоценивает инфляцию	недооценивает инфляцию
Влияние отражает	импортных цен	экспортных цен

флятор ВВП находится в большей степени под влиянием экспортных цен, тогда как ИПЦ – под влиянием импортных цен. Поэтому различия в движении дефлятора ВВП и ИПЦ могут отражать, в числе прочего, различия в изменении импортных и экспортных цен. Например, если импортные цены возросли больше экспортных, то инфляция, измеряемая ИПЦ, обычно будет выше инфляции, измеряемой дефлятором ВВП. Разумеется, эта зависимость не прямолинейна – рост импортных цен обычно вызывает, через определенный промежуток времени, соответствующее увеличение внутренних цен; часть товаров, поставляемых на экспорт, потребляется также и внутри страны, и если изменение цен на них симметрично внутри страны и за рубежом, то она окажет влияние не только на дефлятор ВВП, но и на ИПЦ.

Несмотря на различия, дефлятор (D) и таргетируемая инфляция (CPI) должны быть согласованы. Приблизительная проверка тождества возможна на базе следующей формулы: $CPI = \alpha D + (1 - \alpha)P_{im}$. В большинстве стран рассчитывается доля товаров, произведенных внутри страны (α) и доля импортных товаров ($1 - \alpha$), а также ИПЦ. Поскольку дефлятор отражает движение преимущественно внутренних цен, прогнозируемое изменение импортных цен (P_{im}) для данной страны известно из глобальных допущений, а инфляция является таргетируемым показателем, прогноз дефлятора в целом можно определить как $D = \dfrac{CPI - (1 - \alpha)P_{im}}{\alpha}$. Этот прогноз можно сопоставить с прогнозом дефлятора, полученным путем взвешивания и суммирования дефляторов отраслей.

Прогноз дефлятора в целом по экономике должен быть основан на прогнозах секторальных дефляторов ВВП по статьям расходов. В самом простом случае для отдельных статей расходов ВВП могут быть использованы следующие дефляторы (табл. 14.3).

В практических целях для перехода от реального ВВП к номинальному просто делается предположение о размере дефлятора для каждого сектора. Дефлятор потребления может быть равен таргетируемой инфляции, дефлятор инвестиций – индексу цен на промышленные товары, дефлятор экспорта – прогнозируемому индексу цен для совокупности экспортных товаров данной страны, дефлятор импорта – индексу совокупности цен на импортные товары, взвешенных по их доле в импорте данной страны. Если, как это чаще всего бывает, прогноз какого-либо из этих индексов отсутствует, то их можно заменить какой-либо комбинацией индексов, имеющихся в наличии. Например, индекс импортных цен данной страны должен приблизительно соответствовать индексу экспортных цен стран – ее основных торговых партнеров.

Таблица 14.3. **Секторальные дефляторы**

Реальный ВВП		Номинальный ВВП
Реальное потребление	× Дефлятор потребления	= Номинальное потребление
Реальные инвестиции	× Дефлятор инвестиций	= Номинальные инвестиции
Реальный экспорт	× Дефлятор экспорта	= Номинальный экспорт
Реальный импорт	× Дефлятор импорта	= Номинальный импорт

Индекс оптовых цен может быть приблизительно представлен взвешенной комбинацией ИПЦ и индекса импортных цен, если импортный и потребительский компоненты инвестиций особенно велики, и т.п. Разумеется, совершенно необязательно, что использование имеющихся индексов для каждого компонента расходов даст разумный результат прогноза инфляции. В итоге любые расчеты должны быть приведены в соответствие со здравым смыслом.

Иногда можно и не рассчитывать средневзвешенные индексы экспортных и импортных цен. Применительно к нефтедобывающим странам индексом может считаться просто предполагаемый рост цен на нефть и нефтепродукты, который обычно прогнозируется на основе данных о фьючерсных контрактах. Если страна невелика, имеет фиксированный режим курса национальной валюты и открытый торговый режим, то вся инфляция является импортированной и равной росту цен на импортные товары или прогнозируемой инфляции в основной стране – торговом партнере. В случае большой страны ситуация значительно сложнее и прогноз изменения цен должен основываться на оценке денежной и фискальной политики страны в целом и их влияния на инфляцию в среднесрочной перспективе. После определения индекса цен для каждого из основных секторов темп предполагаемого роста цен в каждом из секторов прибавляется к росту реального производства, в результате чего получается прогноз роста ВВП в номинальном выражении в ценах факторов производства. Если к нему добавить оценку косвенных налогов за вычетом субсидий правительства на следующий год, рост которых можно просто экстраполировать, исходя из данных бюджета, то можно получить приблизительную оценку номинального ВВП в рыночных ценах на следующий год и на среднесрочную перспективу.

Прогноз дефлятора, полученный суммированием дефляторов по статьям расходов ВВП, необходимо сопоставить с дефлятором ВВП, вычисленным за прошлые года как частное номинального и реального ВВП. В условиях отсутствия больших макроэкономических шоков прогнозируемый дефлятор не должен сильно отличаться от реально наблюдаемых дефляторов за прошлые годы.

Таким образом, для приблизительного расчета дефлятора по статьям расходов ВВП необходимо:

- Собрать данные об индексах оптовых, розничных и импортных цен:
- Из таблицы номинального ВВП по статьям расходов вычислить удельный вес государственного и частного потребления, а также инвестиций (поскольку данные о чистом экспорте не учитываются, то сумма долей этих трех компонентов будет меньше 1).
- Нормализовать полученные доли путем деления доли каждого типа расходов на сумму их долей в ВВП, в результате чего получается удель-

ный вес каждого из них в ВВП; сумма этих весов должна составлять 1.

- Вычислить дефляторы секторов путем умножения веса каждого сектора на соответствующий индекс цен (например, для дефляции государственного потребления может использоваться индекс оптовых цен, частного потребления – индекс потребительских цен, инвестиций – индекс оптовых цен или импортных цен, если основная масса инвестиционных товаров импортируется).
- Суммировать дефляторы по каждой статье расходов, что даст оценку дефлятора ВВП в целом.

Имея прогноз дефлятора, приблизительная последовательность прогноза номинального ВВП предполагает:

- сбор информации об ожидаемом росте производства и цен на продукцию ключевых отраслей;
- взвешивание темпов роста производства и цен по удельному весу каждой отрасли в ВВП за прошлые годы;
- умножение полученного таким образом реального роста ВВП в ценах факторов производства и дефлятора ВВП и получение прогноза номинального ВВП;
- оценку по динамике бюджета роста косвенных налогов за вычетом субсидий;
- прибавление этой величины к оценке роста номинального ВВП в ценах факторов производства и получение роста номинального ВВП в рыночных ценах.

Баланс инвестиций и сбережений

Прогноз роста номинального ВВП должен быть перепроверен на основе баланса инвестиций-сбережений, концепция которого прямо вытекает из основного тождества международной макроэкономики, $S - I = CAB = -FAB$. Оно свидетельствует, что если в экономике инвестиции превышают сбережения, то текущее сальдо текущего баланса должно быть отрицательным (ровно на величину этого превышения) и финансироваться за счет чистого притока капитала из-за рубежа. И, напротив, если сальдо текущего платежного баланса положительное, в реальном секторе экономики сбережения превышают инвестиции и имеет место чистый отток капитала за рубеж.

При разделении баланса сбережений и инвестиций на сбережения и инвестиции государства и частного сектора прослеживается связь реального сектора с бюджетным:

$$(S - I)_p + (S - I)_g = CAB = -FAB.$$

Разность государственных инвестиций и сбережений представляет собой разность доходов и расходов бюджета, т.е. дефицит государственного бюджета. Государственные сбережения – это все доходы бюджета (*total revenues*) плюс гранты (*grants*) минус текущие расходы правительства (*current expenditures*) и капитальные трансферты (*capital transfers*). Тем самым государственные сбережения меньше доходов бюджета на размер текущих расходов и капитальных трансфертов, т.е. текущего потребления. Государственные инвестиции полностью совпадают с инвестиционными расходами центрального правительства (*capital expenditures*). Превышение государственными инвестициями государственных сбережений, что проявляется в превышении расходами доходов бюджета и в бюджетном дефиците, ведет к ухудшению текущего баланса.

Основное макроэкономическое тождество может только показать наличие дисбаланса, но не его причину, будь то, например, внутренний дисбаланс из-за роста дефицита бюджета или ухудшение

текущего баланса из-за осложнений условий торговли.

На основе прогноза номинального ВВП строится таблица баланса сбережений и инвестиций страны на прогнозируемый период.

@ *Баланс инвестиций и сбережений (savings-investment balance)* – разность валовых сбережений и инвестиций в экономике, которые определяют знак и размер сальдо текущего платежного баланса.

Основное тождество может быть представлено, например, как сумма внутреннего спроса, состоящего из суммы потребления и инвестиций, и чистого внешнего спроса, состоящего из разности экспорта и импорта. Как потребление, так и инвестиции можно разбить на государственное и частное потребление, на государственные и частные инвестиции. При этом в целях упрощения под частным сектором понимается та часть экономики, которая не финансируется из государственного бюджета.

В результате ВВП по статье расходов можно представить следующим образом:

$$GDP = (S - I)_p + (S - I)_g + (X - IM).$$

Прогнозирование государственного потребления и инвестиций основано на прогнозе бюджета, а прогнозирование чистого экспорта – на основе прогноза платежного баланса и будет рассмотрено в соответствующих главах. В рамках реального сектора необходим прогноз только частного потребления и инвестиций. При вычислении частного потребления используют следующие показатели: располагаемый доход любой семьи состоит из разности зарплаты (W) и уплачиваемых налогов (T) и может пойти на потребление (C_p), либо на сбережение (S_p): $W - T = C_p + S_p$.

В результате если известна сумма зарплат, уровень налогов и частные сбережения, то частное потребление можно вычислить просто как остаточную величину. Опять-таки в большинстве стран столь подробной статистики частного сектора нет. Тогда наиболее простой путь для оценки уровня частного потребления заключается в оценке следующего уравнения, связывающего располагаемый доход ($W - T$) и уровень потребления (C_p)

$$C_p = a_0 + a_1(W - T),$$

где $a_0 > 0$ и $0 < a_1 < 1$.

Из уравнения следует, что предельная склонность к потреблению $\frac{\Delta C_p}{\Delta(W - T)}$ постоянна и равна a_1, тогда как средняя склонность к потреблению $\frac{C_p}{W - T}$ падает по мере роста располагаемого дохода. Частные сбережения обычно увеличиваются в периоды экономического роста и сокращаются в периоды спада. По мере роста располагаемого дохода сбережения обычно увеличиваются.

Вычисление частных инвестиций и их прогнозирование – наиболее трудная проблема прогнозирования реального сектора. В развитых странах частные инвестиции подразделяются на инвестиции, связанные со строительством частного жилья, и все остальные частные инвестиции и моделируются отдельно. Если подходить к инвестициям с точки зрения наличия средств для их финансирования, то эконометрические функции инвестиций могут учитывать такие показатели, как банковский кредит, приток иностранного капитала, чистую прибыль предприятий, уровень государственного финансирования через внутреннюю банковскую систему, ограничивающий кредит частному сектору, реальную процентную ставку.

Для приблизительной оценки частных инвестиций можно с высокой степенью условности признать стабильным соотношение инвестиций к ВВП.

@ *Возрастающее соотношение капитала/выпуска (incremental capital/output ratio,*

ICOR) – аналитический инструмент, используемый для оценки общего уровня инвестиций, необходимого для обеспечения прогнозируемого экономического роста.

Он может рассчитываться как:

- частное валовых инвестиций в реальном выражении (i) и изменения реального ВВП за определенный промежуток времени (Δy): $ICOR = \frac{i}{\Delta y}$;
- частное, с одной стороны, соотношения валовых инвестиций и номинального ВВП и, с другой – темпа прироста реального ВВП: $ICOR = \frac{I_t / Y_t}{\frac{y_t}{y_{t-1}} - 1}$,

где I_t – инвестиции из таблицы ВВП по категории расходов СНС в году t; Y_t – номинальный валовый внутренний продукт в году t; y_t – реальный валовый внутренний продукт в году t; y_{t-1} – реальный валовый внутренний продукт в году t–1.

ICOR может применяться как для прогноза совокупного уровня инвестиций на будущий период, исходя из того, что они должны составлять постоянную или возрастающую долю ВВП, так и для проверки логичности прогноза инвестиций, полученных эконометрическим путем или вычисленных по остаточному принципу. Если страна планирует экономический рост, *ICOR* должен возрастать. Если известна величина совокупных инвестиций, вычисленных на основе *ICOR*, а также уровень государственных инвестиций, то частные инвестиции представляют собой остаточную величину. *ICOR* как аналитический инструмент наиболее приемлем для стран со стабильной экономикой.

Аналитическую значимость *ICOR* не следует переоценивать. Слабость этого подхода оценки будущей инвестиционной активности заключается в том, что рост ВВП далеко не всегда пропорционален росту инвестиций – большие инвестиции могут быть сделаны в определенном году, тогда как соответствующий рост производства произойдет в течение нескольких лет. Другая слабость состоит в том, что сама концепция *ICOR* предполагает неизменность веса отдельных факторов в производстве ВВП. Хотя совершенно очевидно, что, например, малейшие изменения процентной ставки или скачок инфляции немедленно изменят соотношение между затратами труда и капитала в создании ВВП.

Таким образом, последовательность составления баланса инвестиций и сбережений следующая (табл. 14.4):

- из платежного баланса страны берется сальдо текущего баланса (*CAB*);
- из расходной части бюджета – инвестиции центрального правительства;
- по данным бюджета вычисляются государственные сбережения (S), равные всем доходам бюджета (*total revenue*) плюс гранты (*grants*) минус текущие расходы правительства (*current expenditure*) и капитальные трансферты (*capital transfers*);

Таблица 14.4. **Баланс инвестиций и сбережений**

Saving (national saving, *S*)	**Национальные сбережения**
Government	Правительственные
Nongovernment	Неправительственные
Investment (*I*)	**Инвестиции**
Government	Правительственные
Nongovernment	Неправительственные
Current account balance ($S - I = CAB = X - M + FY + NT$)	**Баланс текущего счета**

- для вычисления частных инвестиций из таблицы СНС номинального ВВП по категории расходов берутся данные об общих инвестициях в экономику и из них вычитаются государственные инвестиции;
- частные сбережения вычисляются как остаточная величина по формуле

$$S_p = CAB - (S - I)_g + I_g.$$

Прогнозирование цен

Прогноз параметров реального сектора обязательно дополняется прогнозом динамики развития цен и рынка труда. В СНС все сделки фиксируются по рыночным ценам на день составления отчетности.

@ *Рыночная цена (market price)* – сумма, которую продавец принимает от покупателя, который добровольно ее отдает, в рамках конкретной сделки.

На практике в рамках СНС учитываются различные по составу рыночные цены:

- *Базовая цена (basic price)* – цена, полученная производителем за вычетом налогов, накладываемых на единицу производства (НДС, налог на продажу, акцизный налог), транспортных расходов и полученных субсидий;
- *Цена производителя (producer's price)* – цена, полученная производителем, включая налоги, накладываемые на единицу производства (НДС, налог на продажу, акцизный налог), но исключая транспортные расходы. Иногда это называется «ценой у заводских ворот» (*factory gate price*);
- *Цена покупателя (purchaser's price)* – цена, реально заплаченная потребителем, включая налоги и транспортные издержки. Прогнозирование динамики цен на практике означает расчет одного или нескольких индексов цен, с помощью которых измеряется инфляция. Главными из них являются индекс потребительских цен и подразумеваемый дефлятор ВВП.

Наиболее важными индексами цен, которые должны рассчитываться во всех странах, являются следующие:

- *Индекс потребительских цен, ИПЦ (consumer price index, CPI)* – один из измерителей инфляции, основанный на сравнении цены корзины основных товаров, потребляемых населением, взвешенных в соответствии с удельным весом этих товаров в совокупном потреблении. Показывает изменение цен для розничных потребителей. В корзину должны быть включены все потребительские расходы, включая расходы на жилье. Удельный вес отдельных типов расходов должен пересматриваться минимум раз в пять лет. Важно, чтобы ИПЦ охватывал все население страны, а не только городское.
- *Индекс производственных цен (producer price index, PPI*) – индекс, отражающий изменение базовых цен или цен производителя в рамках внутреннего промышленного производства. В большинстве стран он охватывает только обрабатывающую промышленность и общественные услуги, но может также включать добывающую промышленность, сельское хозяйство и транспорт.
- *Индекс импортных цен (import price index*) – индекс, фиксирующий изменение базовых цен на основные товары импорта, включая стоимость страховки и фрахта (сиф). Чаще всего рассчитывается только по товарам, хотя должен охватывать и импорт услуг.
- *Индекс экспортных цен (export price index)* – индекс, фиксирующий изменение базовых цен или цен фоб («свободно на борту») на основные товары экспорта. Также чаще всего рассчитывается только по товарам, хотя должен охватывать и экспорт услуг.

• *Индекс оптовых цен, ИОЦ (wholesale price index, WPI)* – индекс, отражающий изменение цен производителя, прибыли производителя и налогов, накладываемых при продаже товаров производителем оптовому покупателю. Охватывает оптовые продажи первичных, промежуточных и конечных товаров и услуг.

• *Индекс розничных цен, ИРЦ (retail price index, RPI)* – индекс, отражающий изменение цен покупателя на товары, продаваемые домашним хозяйствам и предприятиям. Охватывает розничные продажи первичных, промежуточных и конечных товаров и услуг. В Англии тождествен ИПЦ.

По временному периоду различают несколько индексов:

• Среднегодовую инфляцию (*annual average*, *year-on-year inflation*) – процентное изменение среднего значения ИМЦ в текущем году по сравнению с предыдущим годом (средняя года t к среднему $t + 1$).

• Инфляцию на конец года (*end-of-year inflation*) – процентное изменение значения ИПЦ на конец текущего года по сравнению с концом прошлого года (декабрь t к декабрю $t + 1$).

• Междумесячную инфляцию (*month-on-month inflation*) – процентное изменение значения ИПЦ между одинаковыми месяцами (август $t + 1$ к августу t).

Индексы цен необходимо отличать от индексов единицы стомости (*unit value*). Индексы цен рассчитываются на основе изменения стоимости корзины гомогенных товаров и услуг, т.е. одних и тех же по качеству и номенклатуре товаров в базовом и текущем периоде. Индексы единицы стоимости – результат простого деления стоимости на количество и могут отражать не только изменение цены товаров, но и изменение их качества, номенклатуры, комплектации. Например, индекс цен включает с некоторым весом цену автомобиля определенной марки и точно известной комплектации. Индекс единицы стоимости будет просто рассчитан как цена всех автомобилей, деленная на их количество, независимо от того, что они могут существенно отличаться друг от друга.

Для осуществления прогноза роста цен на перспективу прежде всего устанавливают природу инфляции. Если в стране имеет место инфляция предложения, то такое прогнозирование строится на оценке роста издержек производства. Если же имеет место инфляция спроса, то прежде всего учитываются показатели, влияющие на совокупный спрос, такие как бюджет и денежная масса. Разумеется, в большинстве стран действуют обе группы факторов. В этом случае вес факторов спроса и предложения в прогнозируемом показателе инфляции определяется на основе экспертной оценки, исходящей, в свою очередь, из эконометрического моделирования инфляционных процессов.

Когда в качестве главного инфляционного фактора выступает рост издержек производства, учитывается влияние на инфляцию следующих переменных:

- Изменения мировых цен. Рост мировых цен на импортные товары – сильнейший фактор внутренней инфляции. Рост мировых цен на нефть приводит к всплеску инфляции практически везде в мире. Оценивая инфляционное воздействие роста цен, необходимо учитывать, что внутренние цены на конкретный товар обычно возрастают в меньшей степени по сравнению с мировой. Часть роста цены будет компенсирована снижением прибыли предприятий, которые не захотят терять рынки и будут стремиться остаться конкурентоспособными. Но какая это будет часть во многом зависит от фазы цикла, в которой находится экономика. При устойчивом спросе фирмы ско-

рее всего просто увеличат внутренние цены на величину роста мировой цены. При правительственной политике ограничения совокупного спроса части фирм придется поступиться частью своей прибыли.

- Изменения номинального валютного курса. Падение валютного курса означает, что цена импорта, выраженного в национальной валюте, растет. Поэтому, если прогнозируется снижение курса национальной валюты, в структуру инфляции должен быть добавлен компонент, связанный с ростом внутренних цен из-за обесценения валютного курса, взвешенных по доле импорта в ВВП.
- Изменения зарплат. Этот показатель изменения издержек производства характеризуется тем, что практически везде он может только расти. Нигде зарплаты в номинальном выражении не понижаются. Прогноз может быть основан на данных о намерении правительства увеличить зарплаты в бюджетном секторе экономики, за которым обычно следует соизмеримый рост зарплат в других секторах. Индексирование зарплаты обычно происходит на базе индекса потребительских цен за некоторый определенный законом прошлый период.
- Изменения косвенных налогов. Изменение величины налогов, накладываемых на товары и услуги (импортные пошлины, налог на добавленную стоимость, акцизный налог), приводит к изменению стоимости конечного продукта и поэтому непосредственно влияет на рост инфляции. Поскольку налоговая система находится под непосредственным контролем государства, правительство обычно располагает информацией о планируемом изменении налоговых ставок, на базе которой можно приблизительно оценить последующий рост цен на соответствующие товары.

Моделирование инфляции со стороны предложения, хотя и весьма просто, страдает существенными недостатками. Оно полностью игнорирует как роль спроса в определении цен, так и временной лаг, который возникает между ростом издержек и последующим ростом цен и может составлять несколько лет.

Для устранения этих недостатков прогнозирование инфляции на базе роста издержек дополняется прогнозом на основе оценки потенциального спроса. Если главной причиной инфляции является избыточный спрос, то для прогнозирования цен необходимо принять во внимание следующие показатели, развитие каждого из которых должно моделироваться отдельно на базе эконометрических моделей. Это:

- Динамика развития денежной массы. Если рост номинального ВВП отстает от роста широких денег, излишняя денежная масса («денежный навес») является сильнейшим инфляционным фактором, поскольку резиденты будут стремиться вложить излишние деньги в реальные товары.
- Уровень дефицита государственного бюджета. Причиной излишнего роста денежной массы в большинстве случаев является финансирование дефицита государственного бюджета за счет кредитов банковской системы, включая центральный банк. Поскольку во многих развивающихся странах источников финансирования дефицита бюджета из-за рубежа практически не существует, кредит от национальной банковской системы является единственным способом финансирования бюджета. Это, в свою очередь, становится причиной излишнего роста денежной массы.

- Ожидания людей относительно будущего роста цен. Инфляционные ожидания обычно означают сильный рост спроса на кредит и требования о повышении зарплаты, которые также по своей природе инфляционны. Смысл концепции ожиданий весьма прост – поведение людей сегодня зависит от того, как они видят свою перспективу.
- Существующий в стране режим цен и валютного курса. Если в стране существуют цены или зарплаты, регулируемые государством, то их динамика целиком зависит от директивных решений. Направление этих решений обычно известно заранее. Чем более либеральная политика проводится в отношении движения иностранного капитала и чем жестче регулируется валютный курс, тем в большей степени излишний внутренний спрос приводит к сокращению валютных резервов страны.

Прогнозирование рынка труда может рассматриваться как составляющая прогноза цен, если уровень реальной зарплаты имеет преимущественное или самостоятельное значение. Рост реальной средней зарплаты зависит от роста номинальной зарплаты и темпа инфляции. При отставании номинальной зарплаты от уровня инфляции реальная зарплата сокращается. Спрос на рабочую силу может оцениваться как функция от роста реального ВВП и государственных расходов, особенно в тех странах, где государство играет большую роль в экономике, ее предложение – как функция от роста населения и баланса оттока/притока рабочей силы из-за рубежа. Лаговые переменные, такие как количество населения или уровень иммиграции в предыдущем году, могут быть также введены в регрессионное уравнение. В случае если в экономике имеются капиталоемкие и трудоемкие сектора, ВВП лучше разделить по этим секторам и оценить функцию спроса каждого из них на рабочую силу отдельно. Зависимость роста спроса на рабочую силу от роста ВВП должна быть выше в трудоемких отраслях и весьма незначительной – в капиталоемких.

РЕЗЮМЕ

1. В основе оценки тенденций развития реального сектора лежит система национальных счетов, представляющая собой статистическую систему учета различных видов экономической деятельности, которая показывает объем реального производства за конкретный период времени и определяет вклад основных секторов и факторов производства в совокупное производство. Только показатель валового внутреннего продукта (ВВП) измеряет реальное производство товаров и услуг. Все остальные показатели добавляют к производству фактор доходов и измеряют поэтому совокупный доход от экономической деятельности. ВВП может быть рассчитан со стороны предложения по производству добавленной стоимости в секторах экономической деятельности (промышленность, сельское хозяйство и пр.), со стороны спроса по конечному использованию (потребление, инвестиции, чистый экспорт) и со стороны доходов (зарплата, операционный избыток, косвенные налоги минус субсидии). Измерителями дохода являются валовый национальный доход (ВНД) и валовый национальный располагаемый доход (ВНРД). ВНД представляет собой сумму ВВП и чистого факторного дохода из-за рубежа. ВНРД – сумму ВНД и чистых трансфертов из-за рубежа. Валовые сбережения определяются как та часть ВНРД, которая не была потреблена. Если рассчитать ВНРД

невозможно, используется показатель внутренних сбережений – та часть ВВП или ВНД, которая не была потреблена.

2. Основные макроэкономические агрегаты могут представляться разными способами, в зависимости от того, какой именно показатель или тренд прогнозируется. Наиболее точным измерителем объема производства добавленной стоимости является только ВВП. Все остальные показатели (ВНП, ВНРД) добавляют к производству компонент дохода и являются тем самым измерителями совокупного дохода, а не только производства. Показатели потоков характеризуют экономическую деятельность за определенный промежуток времени, а запасов – состояние сектора на определенный момент времени. Чистые показатели производства представляют собой валовые показатели производства за вычетом промежуточных производственных затрат. Номинальные показатели выражены в ценах текущего года, реальные – в ценах некоторого года, принятого за базовый. ВВП в ценах факторов производства всегда будет отличаться от ВВП в рыночных ценах на величину чистых косвенных налогов. Для анализа, исходя из здравого смысла и имеющихся данных о других секторах, необходимо выбрать ту статистику, которая кажется наиболее надежной, обратив особое внимание на соответствие данных СНС данным бюджета и платежного баланса.

3. При прогнозировании со стороны предложения обычно пользуются тремя основными способами: учитывается рост; рассматриваются опережающие показатели, тренды факторов производства, эконометрические методы; происходит взвешенное суммирование роста добавленной стоимости в ключевых секторах. Прогнозирование со стороны предложения может быть также построено на прогнозе динамики основных производственных секторов – первичного, вторичного и третичного. При оценке будущего производства со стороны предложения обычно предполагается, что производство находиться ниже своего потенциального уровня – уровня реального ВВП, достижимого при условии, что имеющиеся в распоряжении экономики факторы производства используются практически полностью. Сокращение разрыва между наблюдаемым и потенциальным уровнем производства означает реальный экономический рост за счет вовлечения в производство недоиспользованных ресурсов без отрицательного воздействия на инфляцию. Разрыв производства может оцениваться с помощью статистических и эконометрических методов.

4. При прогнозировании реального сектора можно определить преобладающие тенденции производства, исходя как из возможностей производства товаров, так и спроса на них. В простейшем случае прогнозирование базируется на экстраполяции прошлых трендов, либо по отраслям экономической деятельности, либо, для небольших стран, по экономике в целом. Таким образом, прогнозирование ВВП осуществляется в следующей последовательности: сбор информации об ожидаемом росте производства и ценах на продукцию ключевых отраслей; взвешивание темпов роста производства и цен по удельному весу каждой отрасли в ВВП в прошлые годы; умножение полученного таким образом реального роста ВВП в ценах факторов производства и скрытого дефлятора ВВП и получение оценки роста номинального ВВП в ценах факторов производства; оценка на основе динамики бюджета роста косвенных налогов минус субсидии; добавление этой величины к оценке роста номинального ВВП в ценах факторов производства и получение роста номинального ВВП в рыночных ценах. Принципиально возможна и обратная процедура – переход от оценки роста номинального ВВП в рыночных

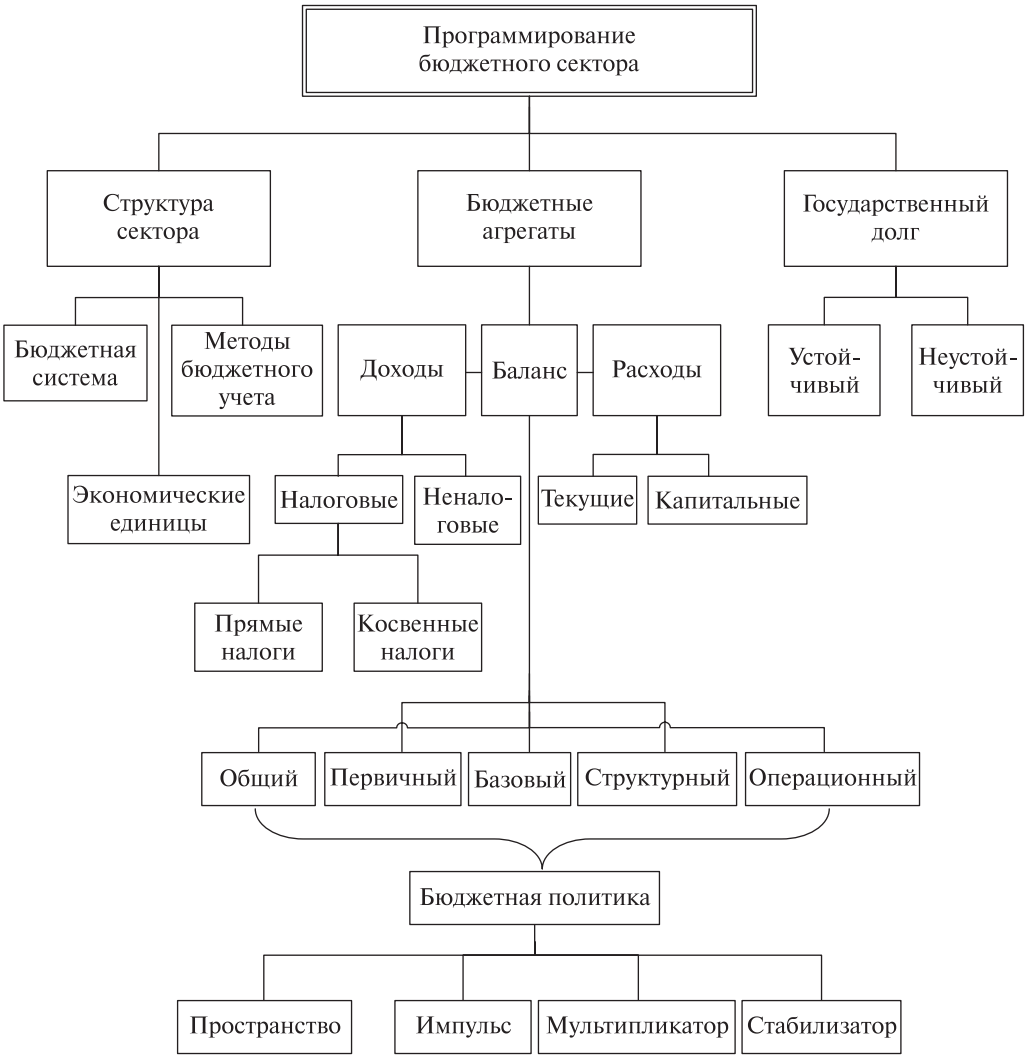
ценах к оценке реального ВВП путем вычитания из первого оценки скрытого дефлятора ВВП.

5. Для перехода от реального ВВП к номинальному необходимо принять допущение о размерах дефлятора ВВП – одного из измерителей инфляции, представляющего собой частное от деления номинального ВВП на реальный ВВП. Прогноз дефлятора в целом по экономике должен быть основан на прогнозах секторальных дефляторов ВВП по статьям расходов. Дефлятор потребления может быть равен таргетируемой инфляции, дефлятор инвестиций – индексу цен на промышленные товары, дефлятор экспорта – прогнозируемому индексу цен всех экспортных товаров данной страны, дефлятор импорта – индексу цен для всей совокупности цен импортных товаров, взвешенных по их доле в импорте данной страны. Имея прогноз дефлятора, приблизительная последовательность прогноза номинального ВВП бывает следующей: сбор информации об ожидаемом росте производства и цене на продукцию ключевых отраслей; взвешивание темпов роста производства и цен по удельному весу каждой отрасли в ВВП за прошлые годы; умножение полученного таким образом реального роста ВВП в ценах факторов производства и дефлятора ВВП и получение прогноза номинального ВВП; оценка по динамике бюджета рост косвенных налогов минус субсидии; добавление этой величины к оценке роста номинального ВВП в ценах факторов производства и получение рост номинального ВВП в рыночных ценах.

6. Прогноз роста номинального ВВП должен быть перепроверен на основе баланса инвестиций и сбережений, концепция которого прямо вытекает из основного тождества международной макроэкономики. Оно показывает, что если в экономике инвестиции превышают сбережения, то сальдо текущего платежного баланса должно быть отрицательным ровно на величину этого превышения и финансироваться за счет чистого притока капитала из-за рубежа. И напротив, если сальдо текущего платежного баланса положительное, в реальном секторе экономики имеет место превышение сбережений над инвестициями и чистый отток капитала за рубеж. Последовательность составления баланса инвестиций и сбережений следующая: из платежного баланса страны берется сальдо текущего баланса; из расходной части бюджета – инвестиции центрального правительства; по данным бюджета вычисляются государственные сбережения, равные всем доходам бюджета плюс гранты минус только текущие расходы правительства и капитальные трансферты. Для вычисления частных инвестиций из таблицы СНС номинального ВВП по категории расходов берутся данные об общих инвестициях в экономику и из них вычитаются государственные инвестиции; частные сбережения вычисляются как остаточная величина.

7. Прогнозирование динамики цен на практике означает расчет одного или нескольких индексов цен, с помощью которых измеряется инфляция. Индекс потребительских цен показывает изменение цены только на корзину ограниченного числа национальных и импортных товаров, потребляемых населением. Если основной причиной инфляции является рост издержек, то ее моделирование учитывает изменение мировых цен, номинального валютного курса, уровня зарплат и изменение косвенных налогов. Если имеется инфляция спроса, то основными влияющими на нее переменными выступают динамика денежной массы, дефицита государственного бюджета, ожидания людей относительно роста цен и существующий в стране режим цен и валютного курса. Параметры рынка труда могут прогнозироваться как функция от ВВП, роста населения, размеров чистой миграции, темпов инфляции.

План-схема


Программирование бюджетного сектора
Структура сектора
Бюджетные агрегаты
Государственный долг
Бюджетная система
Методы бюджетного учета
Доходы
Баланс
Расходы
Устой-чивый
Неустой-чивый
Экономические единицы
Налоговые
Ненало-говые
Текущие
Капитальные
Прямые налоги
Косвенные налоги
Общий
Первичный
Базовый
Структурный
Операционный
Бюджетная политика
Пространство
Импульс
Мультипликатор
Стабилизатор

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Автоматические стабилизаторы
Автоматические эффекты
Базовый дефицит
Внутренний/внешний дефицит
Государственный долг
Государственный сектор
Гранты
Дефицит бюджета
Доходы бюджета
Капитальные расходы
Косвенные налоги
Налоги
Налоговая база
Налоговая ставка
Операционный дефицит
Первичный базовый дефицит
Первичный дефицит
Переносимость (устойчивость) долга
Полный дефицит
Прямые налоги
Расходы
Секвестирование расходов
Структурный дефицит
Текущие расходы
Финансирование дефицита
Фискальная жизнеспособность
Фискальное пространство
Фискальный мультипликатор
Чистое кредитование/заимствование
Энергетичность доходов

15. Программирование бюджетного сектора

Структура бюджетного сектора

Для любой экономической единицы, включая правительство, основной проблемой являются поддержание сбалансированного бюджета и поиск средств для финансирования дефицита. Бюджетный сектор представляет собой важнейший, а во многих странах крупнейший сектор экономики и практически всегда правительство его полностью контролирует. Структура и механизм функционирования бюджетного сектора зависят от того, какая бюджетная система применяется в той или иной стране. Наиболее существенные различия имеются между британской, французской, американской и испано-латиноамериканской бюджетными системами. Практически во всех странах бюджет составляется и утверждается на год, во многих прогнозируется на несколько лет вперед. В редких случаях бюджет страны совпадает со сроком, на который избирается президент, но пересматривается и обновляется ежегодно. Бюджетный год может совпадать с календарным (январь-декабрь), но может и отличаться от него (июнь-июль, март-апрель).

Со временем четкие различия между бюджетными системами стираются по мере того, как каждая страна развивает административную практику управления государственными финансами.

- *Британская бюджетная система*. Расходы фиксируются на основе реальных платежей. Различия между текущими и капитальными расходами отсутствуют: большая часть текущих платежей показывается «над чертой», а капитальные расходы – «под чертой» и считаются финансирующими статьями. Некоторые бывшие британские колонии (Индия, Пакистан, Шри-Ланка, страны Карибского бассейна) делят расходы на текущие и капитальные. Бюджет представлен единым счетом, на который поступают доходы и с которого осуществляются расходы. Расходы, финансируемые за счет грантов, внешних и внутренних займов, включаются в бюджет. Бюджетные средства рас-

пределяются по министерствам по указанию министра финансов. Расходы фиксируются в момент выписки чека. Доходы фиксируются в момент депонирования чека на счет правительства в банке. Казначейство является частью правительства, но технические расчеты по его счетам ведутся центральным банком. Кредиты по овердрафту фиксируются как кредиты центрального банка правительству.

• *Французская бюджетная система*. Расход бюджетных средств может означать не только реальную выплату денег, но и выписку чека, деньги по которому будут выплачены позже. Различия между текущими и капитальными расходами отсутствуют. Капитальные расходы включаются в самостоятельный бюджет развития. Этой практики придерживаются многие страны Африки, в которых он финансируется в основном за счет внешней помощи и грантов. Во многих странах определенные доходы бюджета непосредственно привязаны к определенной статье расходов. Расходы некоторых государственных предприятий могут быть включены в приложение к бюджету. Все операции бюджета осуществляются с единого счета казначейства. Бюджетные средства распределяются среди агентств, которым разрешено их использовать, на основании указов, определяющих в каждом конкретном случае сумму и главу бюджета, по которой они проходят. Расходы фиксируются как агентствами, расходующими средства, так и казначейством. Доходы фиксируются в момент получения чека правительством до его депонирования в банк. Некоторые страны фиксируют доходы в момент депонирования чека на счет правительства. Счета ведутся на основе календарного года и конвертируются в бюджетный год в тех странах, где бюджетный год не совпадает с календарным. Техническое управление бюджетными средствами осуществляется самим казначейством, которое, кроме того, может принимать депозиты и за их счет предоставлять кредиты по овердрафту правительству.

• *Американская бюджетная система*. Под расходом бюджетных средств обычно понимается подтвержденное законодательно обязательство совершить определенные платежи. Различия между текущими и капитальными расходами отсутствуют. Операции осуществляются с единого счета. Несколько специальных бюджетных счетов ведутся для оплаты крупных государственных проектов. Бюджетные средства выделяются министерствам поквартально. Расходы фиксируются в момент выписки чека. Доходы фиксируются в момент получения чека правительством. Счета ведутся на основе бюджетного года.

• *Испано-латиноамериканская бюджетная система*. Расход бюджетных средств может означать как реальный перевод денег из казначейства на счета министерств, так и выписку платежного поручения, деньги по которому могут быть выплачены позже. Некоторые доходы бюджетов могут быть непосредственно привязаны к определенным статьям расходов. Расходы, финансируемые за счет внешних грантов и займов, включаются в бюджет. Бюджетные операции могут осуществляться как с единого счета, так и с нескольких счетов. В некоторых латиноамериканских странах консолидированного государственного бюджета нет – каждое министерство имеет свой бюджет. Бюджетные средства чаще всего выделяются на основе указа президента непосредственно после утверждения бюджета парламентом. Расходы фиксируются всеми участвующими сторонами: на этапе выделения средств, выдачи платежного поручения, перевода средств из казначейства в министерства, поставки товаров, оплаты чека. Доходы фиксируются в момент депонирования чека на счет правительства в банке. Техническое управление бюджетными средствами осу-

ществляется либо центральным банком, либо уполномоченным на то коммерческим банком.

Как и в платежном балансе, каждая статья бюджета состоит из потоков средств, двигающихся в противоположных направлениях. Данные в бюджете могут представляться либо на основе наличного учета, либо на основе метода начисления.

• *Наличный метод учета (cash basis)* – метод бюджетного учета, признающий поступления при получении наличных денег и расходы при выплате наличных. На этой основе данные фиксируются в рамках государственного сектора.

• *Учет по методу начисления (accrual basis)* – метод бюджетного учета, в соответствии с которым доходы и расходы признаются в момент возникновения обязательства, хотя наличными они еще не получены или не выплачены. На этой основе данные фиксируются в рамках реального сектора, системы национальных счетов и в бюджетах некоторых стран.

Бюджет находится в распоряжении правительства, точнее говоря – государственного сектора экономики.

@ *Государственный сектор (public sector)* – все государственные единицы, осуществляющие монопольную власть в стране, направленную преимущественно на предоставление общественно-необходимых услуг.

Государственный сектор состоит из правительства, центрального банка и некоторых государственных предприятий. Правительство, в свою очередь, включает:

- центральное правительство, имеющее центральный государственный бюджет и осуществляющее юрисдикцию над всеми частями страны;
- региональные (областные, краевые и пр.) правительства, имеющие независимый от центрального правительства бюджет;
- местные правительства (городские, районные), располагающие своим бюджетом;
- другие наднациональные органы, осуществляющие функции сбора налогов и расходования государственных средств.
- фонды социального страхования, финансируемые правительством, пенсионные фонды сотрудников правительственных учреждений, небольшие правительственные предприятия (правительственные издательства, столовые в правительственных учреждениях и т.п.).

Государственные предприятия не входят в правительственный сектор, они считаются частью реального нефинансового сектора экономики. Примером может служить нефтедобывающая промышленность, которая в большинстве стран находится в государственной собственности, государственные средства коммуникаций (железные и шоссейные дороги, почта, связь и пр.). Государственные финансовые предприятия (банки, включая центральный банк), принимающие депозиты, относятся к денежному сектору экономики.

Представление агрегатов

В силу больших различий в структуре бюджетов и в подходе к самому бюджетному процессу в большинстве стран, в целях его программирования и обеспечения межстрановой сопоставимости осуществляется его пересчет в стандартную форму. По характеру бюджетные операции разделяются на шесть основных групп, причем первые две касаются всех бюджетных операций, две последующие – только операций, не предполагающих какого бы то ни было платежа, последние две – только операций, включающих правительственные финансовые активы.

• *Поступления-платежи (receipts-payments)*. Это означает, что бюджетные операции могут предполагать либо получение средств, либо их выплату. В бюджетах некоторых стран поступления фиксируются со знаком плюс, а платежи – со знаком минус.

• *Возмещаемые – невозмещаемые (repayable-nonrepayable) операции*. Платеж или его поступление считаются возмещаемыми, если в результате возникает контрактное обязательство платежа. В противном случае они относятся к невозмещаемым.

• *Возмездные – безвозмездные (requited-unrequited) операции*. Неоплачиваемый платеж считается возмездным, если он предполагает поставку взамен товаров или услуг, а в противном случае – безвозмездным.

• *Текущие – капитальные (current-capital) операции*. В отличие от текущих, капитальные операции предполагают приобретение или продажу товаров, которые могут использоваться в процессе производства в течение более одного года.

• *Финансовые активы – финансовые пассивы (financial assets – financial liabilities)*. Финансовые активы представляют собой чьи-либо обязательства перед правительством, пассивы – обязательства со стороны правительства кому-либо.

• *Операции в целях государственной политики – операции в целях управления ликвидностью (public policy – liquidity management)*. В большинстве случаев государственные расходы осуществляются с целью достижения определенных целей государственной политики (обеспечения безопасности, поддержания здоровья населения, строительства дорог).

В широком смысле слова бюджет – баланс, в одной стороне которого находятся все доходы, в другой – расходы. Представление бюджета в каждой стране различно, однако в соответствии с методологией, рекомендуемой МВФ, статьи любого бюджета можно переклассифицировать таким образом, чтобы все их можно было отнести к одной из следующих групп – доходы, гранты, расходы, кредиты минус субсидии, финансирование (табл. 15.1).

@ *Доходы (revenue)* – увеличение чистой стоимости активов государственного сектора в результате осуществления экономических операций, невозмещаемые поступления в бюджет.

Различают четыре основных источника доходов бюджета: налоги и другие обязательные трансферты, доходы от собственности, продажи товаров и услуг, добровольные трансферты, получаемые от других единиц. Доходы показываются в валовом выражении.

Доходы бюджета состоят из налогов, взносов на социальное страхование, грантов и других (неналоговых) поступлений. Текущие доходы включают доходы от сбора налогов, а неналоговые поступления – доходы от собственности, штрафы, сборы, частные дары, доходы от правительственных предприятий, издательств, министерских столовых, парковок в правительственных зданиях и т.п.

@ *Налоги (taxes)* – принудительные, неоплачиваемые и безвозмездные трансферты органам государственного управления.

К налогам также относят сборы, размер которых явно непропорционален стоимости оказываемых услуг, например, автомобильные сборы и сборы за получение бизнес-лицензии.

Всего международная статистика признает около 260 налогов. Налоги подразделяются на прямые и косвенные.

@ *Прямые налоги (direct taxes)* – регулярные налоговые отчисления, выплачиваемые физическими и юридическими лицами со всех видов получаемых доходов, включая прибыль, зарплату и доходы от собственности.

Таблица 15.1. **Государственный бюджет – стандартное представление**

Revenue	**Доходы**
Taxes	Налоги
Taxes on income, profits, and capital gains	Налоги на доход, прибыль и прирост капитала
Of which:	*в том числе*:
Payable by individuals	на физических лиц
Payable by corporations and other enterprises	на корпорации и другие предприятия
Taxes on goods & services	Налоги на товары и услуги
Taxes on international trade & transactions	Налоги на международную торговлю
Taxes not elsewhere classified	Налоги не классифицированные выше
Social contributions	Социальные взносы
of which: Social security contributions	*в том числе:* взносы на социальное страхование
Grants	Гранты
Other revenue	Прочие доходы
Of which: Interest income	*в том числе:* процентный доход
Total expenditure	**Расходы**
Expense	**Затраты**
Compensation of employees	Оплата занятым
Purchases/use of goods & services	Покупка товаров и услуг
Interest	Процент
Social benefits	Социальные выплаты
of which: Social security benefits	*в том числе*: выплаты по социальному страхованию
Expense not elsewhere classified	Прочие затраты
Net acquisition of nonfinancial assets	**Чистое приобретение нефинансовых ативов**
Net lending / borrowing	**Чистое кредитование/заимствование**
Net acquisition of financial assets	**Чистое приобретение финансовых активов**
Domestic	Внутреннее
External	Внешнее
Net incurrence of liabilities	**Чистое принятие финансовых обязательств**
Domestic	Внутреннее
External	Внешнее
Statistical discrepancy	*Статистическое расхождение*
Memorandum items:	Меморандум
Commodity-related revenues	Доходы от продажи сырьевых товаров
Net privatization proceeds	Чистые доходы от приватизации
Debt service	Обслуживание долга
Cyclically adjusted balance	Циклически-скорректированный баланс
Structural balance	Структурный баланс
Central government net lending/borrowing	Чистое кредитование/заимствование расширенного правительства
Government balance per national definition	Правительственный баланс по национальному определению

Налоги на доходы, прибыль и прирост капитала взимаются с заработной платы и иных видов оплаты труда; с доходов в форме процентов, дивидендов, ренты и роялти; с прироста и потерь капитала; с прибыли корпораций, с налогооблагаемой части социального обеспечения, пенсий, страхования жизни; с разных прочих статей доходов.

Наиболее важные прямые налоги:

- *Подоходный налог (income tax)* – вид прямого налога, который выплачивается физическими лицами как процент от зарплаты и других доходов. Налог на фонд зарплаты может выплачиваться либо как процент от этого фонда, либо как фиксированная сумма за каждого занятого.
- *Корпоративный налог (corporate tax)* – вид прямого налога, выплачиваемого с прибыли предприятий.

@ *Косвенные налоги (indirect taxes)* – регулярные налоговые отчисления, выплачиваемые производителями при выпуске, продаже, покупке и конечном использовании товаров и услуг, относимых на производственные расходы.

Косвенные налоги включают налог на продажу, налог с оборота, налог на добавленную стоимость, акцизные сборы, импортные и экспортные пошлины, налог на различные виды монопольной деятельности и др. Прямые налоги считаются более справедливыми и беспристрастными, однако от них легко уклоняться, и их излишний рост может оказаться препятствием для развития производства и инвестиций. Косвенные налоги полагаются менее справедливым и беспристрастным методом налогообложения, их легче собирать и от них сложнее уклониться.

Обычно в распоряжении властей имеются следующие косвенные налоги:

- *Налог на продажу (sales tax)* – общий налог с унифицированной ставкой, взимаемый со стоимости товаров, продаваемых в розничной и оптовой торговле. Его преимущество заключается в том, что его налоговая база очень широка – все товары и услуги, являющиеся предметом купли-продажи; его относительно легко собирать и контролировать. Слабая сторона состоит в том, что один и тот же товар, двигаясь через сбытовую сеть от оптового торговца через розничного к конечному потребителю, может оказаться предметом обложения налогом на продажу несколько раз. Чтобы избежать этого, применяется одностадийный налог на продажу (*singlestage sales tax*). Широко используется в США.
- *Налог на добавленную стоимость, НДС (value-added tax, VAT)* – вид косвенного налога, взимаемого с общей суммы произведенной добавленной стоимости товара или услуги. Этот вид налога считается наиболее справедливым, поскольку не делает различия между различными видами экономической деятельности и накладывается только на стоимость, добавленную обработкой, исключая тем самым возможность многократного налогообложения товара на различных этапах его производства. Используется большинством развитых стран, прежде всего в Западной Европе.
- *Акцизный налог (excise tax)* – вид косвенного налога, имеющий целью ограничение потребления отдельных видов продукции (алкоголя, топлива, ювелирных изделий и т.д.); обеспечение финансирования определенных проектов (налог на автотранспортные средства для финансирования строительства дорог) и пополнение бюджета. Этот вид налога накладывается как на национальные, так и на импортные товары.

- *Импортные пошлины (import duties)* – вид косвенного налога, накладываемого на ввозимые из-за рубежа товары и используемого для регулирования объемов и структуры импорта. Обычно активно используется развивающимися странами как средство пополнения бюджета и как средство защиты неокрепших отраслей от иностранной конкуренции. Импортные пошлины просты в администрировании и легко собираемы.
- *Экспортные налоги (export taxes)* – вид косвенного налога, накладываемого на вывозимые за рубеж товары и используемого для регулирования объемов и структуры экспорта. Применяется крайне редко, прежде всего в развивающихся странах и странах-экспортерах сырья для пополнения бюджета или переориентации производства на местный рынок. Иногда вводится на ограниченный промежуток времени для оттягивания в бюджет части доходов предпринимателей, возникших в результате резкого роста цен на экспортную продукцию данной страны или из-за увеличения экспорта в результате девальвации национальной валюты.

Возможна и укрупненная классификация косвенных налогов:

- Налоги на товары и услуги взимаются на производство, добычу, перевозку, сдачу в аренду отдельных видов товаров, включая все налоги на продажу, налоги на добавленную стоимость, акцизные налоги на предметы роскоши, налог на прибыль естественных монополий – почтовые услуги, транспорт, связь и пр., налог на выдачу лицензий на занятие определенной индивидуальной трудовой деятельностью.
- Налоги на внешнюю торговлю и сделки состоят в основном из экспортных и импортных пошлин, прибыли экспортных государственных монополий, которые обязаны перечислять ее в бюджет (доход от экспорта нефти в большинстве нефтедобывающих стран), и налога на обмен валюты.
- Прочие налоги включают налоги на собственность – периодически взимаемые налоги на недвижимую собственность (земля и строения), исходя из оценки их текущей стоимости, налоги на чистые материальные ценности, налоги на дарение и наследование, налоги на финансовые сделки и прочие налоги, такие как налоги на автомобили, оружие, драгоценности, живых животных.

@ *Взносы на социальное страхование (social contributions)* – обязательные отчисления физических лиц или их работодателей в государственные фонды социального страхования.

Эти взносы могут быть обязательными или добровольными и дают право на получение социальных пособий лицам, производящим взносы, их иждивенцам или пережившим их наследникам.

@ *Гранты (grants)* – невозмещаемые необеспеченные поступления в бюджет, не носящие принудительного характера, от иностранных правительств или международных организаций.

Гранты классифицируются как текущие, если используются на финансирование текущих правительственных расходов, и капитальные, если финансируют капитальные расходы правительства. Они могут поступать в денежной или в натуральной форме. Гранты предоставляются либо для финансирования реализации определенного проекта, либо просто для поддержания бюджета дружественных государств, испытывающих трудности. Гранты не считаются статьей финансирования бюджета и показываются в его

доходной части, «над чертой». Гранты отличаются от займов тем, что по грантам не наступает контрактного обязательства выплачивать полученные суммы. Списанная задолженность может показываться как полученный грант, однако реальным грантом не считается, поскольку списание долга не позволяет увеличить текущие расходы правительства. Гранты, полученные в натуре, также не позволяют финансировать текущие расходы правительства. Чаще всего правительство получает гранты из-за границы от иностранных правительств или международных организаций. Центральное правительство также может получать не подлежащие возврату переводы от региональных органов управления, которые также считаются грантами.

Прочие доходы бюджета – это неналоговые доходы бюджета. Они включают прибыль от предпринимательской деятельности правительства, которая основана на том, что оно эксплуатирует принадлежащую государству собственность. За ее использование правительство может получать дивиденды на акции, ренту за аренду государственной земли, процент за вложение государственного капитала, роялти за правительственные публикации и другие виды доходов. Административные сборы и взносы включают установленные в государстве сборы за различные виды деятельности и единовременную продажу государственного имущества – леса из государственных заповедников, сувениров в государственных музеях и т.п. Все штрафы, выплачиваемые по причине иной, нежели несвоевременная уплата налога, включаются в статью штрафов и пени. В некоторых странах наибольший доход бюджет получает по этой статье от дорожной полиции. Взносы в центральный правительственный пенсионный фонд сотрудниками правительства или местными правительствами признаются доходами бюджета. Капитальные доходы включают продажу государственных основных фондов – зданий, сооружений, оборудования, запасов стратегических материалов, неприкасаемых запасов для чрезвычайных ситуаций, стабилизационных запасов, а также земли, лесов и подземных запасов природных ресурсов.

@ *Расходы (expenditure, expenses*) – уменьшение чистой стоимости активов государственного сектора в результате экономических операций, невозмещаемые безвозмездные платежи правительства из бюджета для финансирования текущих или капитальных расходов.

Государство выполняет две основные экономические функции: предоставляет обществу определенные виды товаров и услуг на нерыночной основе и перераспределяет доходы и имущество посредством трансфертных платежей. При предоставлении обществу нерыночных товаров и услуг государство может само производить эти товары и услуги и распределять их, приобретать их у третьей стороны или же передавать денежные средства домашним хозяйствам, с тем, чтобы они могли самостоятельно приобретать эти товары и услуги. Расходы показываются в валовом выражении.

Существуют две основных классификации расходов:

- *Функциональная классификация (functional classification)* – классификация расходов исходя из социально-экономических задач, которые правительство намеревается решить путем осуществления различных видов расходов. В соответствии с этой классификацией правительство осуществляет расходы на государственное управление, оборону, правопорядок, экономические цели, охрану окружающей среды, жилищные и коммунальные услуги, образование, здравоохранение, отдых, культуру, религию и социальную защиту. Тем самым функциональная классифи-

кация указывает на цели понесенных расходов.

- *Экономическая классификация (economic classification)* – классификация по направлениям расходов, понесенных государством в связи с выполнением им своих основных функций. В соответствии с этой классификацией правительство осуществляет расходы на заработную плату государственных работников, приобретение и использование товаров и услуг, потребление основного капитала, субсидии, гранты, социальные пособия и различные прочие расходы.

В целях экономического анализа расходы бюджета также подразделяются на две категории:

- *Текущие расходы (current expenditures)* – расходы государства на потребление (выплату зарплат госслужащим, закупку товаров и услуг, ликвидацию чрезвычайных ситуаций), выплату процента по внутреннему и внешнему долгу, субсидии и трансферты (в местные бюджеты, государственным предприятиям, частному сектору и пр.). К числу текущих расходов относятся расходы на выплату зарплат государственным служащим, взносы в социальные и пенсионные фонды, платежи процентов по внутреннему или внешнему долгу, субсидии и прочие трансферты.
- *Капитальные расходы (capital expenditures)* – расходы государства на инвестиции в основные фонды и переводы капитального характера (государственным предприятиям, местным бюджетам и пр.). Капитальные расходы состоят из приобретения средств производства, ценных бумаг, земли, внутренних и внешних капитальных трансфертов.

Текущие расходы включают расходы на товары и услуги в форме выплаты зарплаты государственным служащим, которые показываются в бюджете до уплаты ими налогов с этих доходов. В понятие зарплаты включаются базовая зарплата, сверхурочные, доплата за жилье, бонусы, тринадцатая зарплата, оплата транспорта на работу и с работы и другие выплаты наличными. В текущие расходы бюджета также входят взносы, осуществляемые правительством за своих работников, в фонды социального страхования и пенсионные фонды, находящиеся как внутри правительства, так и вне его, а также закупки всех товаров правительственными органами, за исключением средств производства. Правительство платит проценты за использование средств, взятых взаймы либо внутри страны, либо за рубежом (выплата основной части долга классифицируется по статье финансирование).

Субсидии и другие текущие переводы являются крупной статьей текущих расходов, особенно в некоторых странах с переходной экономикой. В субсидии включаются все не подлежащие возврату и непокрытые переводы из бюджета частным и государственным предприятиям, как финансовым, так и нефинансовым. Переводы внутри страны осуществляются в целях перераспределения налоговых доходов центральным правительством местным общественным организациям, которые государство считает необходимым поддерживать, отдельным группам граждан, нуждающимся в государственной поддержке. Переводы за рубеж включают переводы иностранным правительствам, международным организациям (например, перевод взноса в уставный капитал или ежегодного членского взноса в ООН).

Капитальные расходы бюджета предусматривают приобретение основных фондов, которые используются для производственных целей невоенного назначения, служат более одного года и имеют остаточную стоимость больше минимальной, определенной законодательством страны. Государство за счет бюджета создает за-

пасы стратегических материалов, продовольствия и топлива на случай непредвиденных обстоятельств. Земля, леса, внутренние водоемы и запасы природных ископаемых также считаются капитальными расходами. Наконец, правительство может производить капитальные трансферты как внутри страны, так и за рубеж, состоящие в основном из основных фондов или средств, передаваемых для закупки основных фондов. Например, правительство может осуществлять трансферты в местные бюджеты, которые будут считаться капитальными, если они предназначаются для строительства дорог, мостов, больниц, школ и пр. В числе аналогичных капитальных трансфертов за рубеж выделяются трансферты Международной ассоциации развития – подразделению Мирового банка, занимающемуся финансированием наименее развитых стран.

Баланс бюджета

Баланс бюджета представляет собой простую разность доходов и расходов. Эта разность может быть положительной, и в этом случае существует профицит (*surplus*) и отрицательной, и в этом случае существует дефицит (*deficit*). Общий баланс бюджета в бюджетной статистике называется чистым кредитованием (в случае го профицита) или чистым заимствованием (в случае его дефицита).

@ *Чистое кредитование/заимствование (net lending/borrowing)* – общий баланс государственного бюджета (дефицит/профицит) (*overall balance*).

Очень редко, лишь в отдельные годы, в немногих странах фиксируется положительное сальдо бюджета. В подавляющем большинстве стран наблюдается его дефицит.

@ *Дефицит бюджета (budget deficit)* – часть расходов и предоставленных кредитов, которая превосходит поступления в бюджет от налогов, грантов и погашения прошлых кредитов и которая покрывается правительством за счет получения займов.

Размер общего дефицита или профицита государственного бюджета в критической степени зависит от того, какие именно статьи включены в доходы и расходы, а точнее говоря, какие расходы считаются расходами, создающими дефицит, и какие статьи доходов считаются его финансированием. Проблема заключается в том, где именно провести «черту», оставив над ней все то, что приводит к созданию дефицита, а под ней – все источники его финансирования. Как следует из определения, в стандартизированном представлении бюджета дефицит/избыток = = (доходы + гранты) – (расходы) и выражаются отрицательным числом, если это дефицит, и положительным, если это профицит.

Дефицит/профицит равны финансированию с противоположным знаком, что принимается как тождество по определению. Однако практика определения дефицита сильно отличается в разных странах. Для обеспечения аналитического анализа бюджета и его прогнозирования его сначала приводят в стандартную форму. Наибольшие различия между методологиями, принятыми в отдельных странах, возникают по поводу того, в какой раздел – доходов или финансирования – относить те или иные бюджетные поступления.

Выбор типа дефицита, который подлежит мониторингу в целях макроэкономической политики, зависит от нескольких факторов: типа дисбаланса, что включено в государственный сектор, системы бюджетного учета, статуса имеющихся обязательств (*пример 15.1*).

Структурный дефицит играет важную роль при принятии решений по вопросам экономической политики, поскольку это

Пример 15.1. **Расчетные виды дефицита бюджета**

- *Полный дефицит (overall deficit)* – доходы минус расходы.
- *Полный дефицит, исключая гранты (overall deficit, excluding grants)* – доходы минус гранты и расходы.
- *Первичный дефицит (primary deficit)* –

доходы – (расходы – процент по внешнему долгу – процент по внутреннему долгу).

Primary deficit = Revenue – (Expenditure – External interest – Domestic interest)

Целью расчета первичного дефицита является исключение влияния на бюджет платежей процента по государственному долгу, что свидетельствует о наличии проблем, возникших в предыдущие годы, и оценка позиции текущего года.

- *Базовый дефицит (basic deficit)* –

(доходы – гранты) – (расходы – инвестиции, финансируемые из-за рубежа)

Basic deficit = (Revenue – Grants) – (Expenditure – Foreign financed investment)

Цель базового дефицита – определить уровень расходов, который может быть профинансирован за счет собственных ресурсов правительства. Однако во многих развивающихся странах программные гранты (нецелевые гранты, которые могут быть использованы на финансирование любых расходов) считаются статьей доходов при расчете базового дефицита. Проектные гранты (целевые гранты на осуществление определенного проекта) всегда исключаются, поскольку они финансируют часть инвестиций, поступающих из-за рубежа, которые также исключаются из расходной части бюджета). В этом случае базовый дефицит рассчитывается следующим образом

Basic deficit = (Revenue + Program grants – Project grants) – (Expenditure – Foreign financed investment).

Базовый профицит является необходимым условием сокращения внешней задолженности, поскольку только при его наличии государство может выплачивать долг.

- *Первичный базовый дефицит (primary basic deficit)* –

(доходы – гранты) – (расходы – платежи процентов по внешнему долгу – инвестиций, финансируемые из-за рубежа)

Primary basic deficit = (Revenue – Grants) – (Expenditure – External interest – Externally financed investment)

- *Внутренний/внешний дефицит (domestic/external deficit)* –

дефицит, рассчитанный отдельно по операциям правительства внутри страны и в его отношениях с зарубежными странами. Внутренний дефицит = (доходы – гранты) – (инвестиционные проекты, финансируемые из-за рубежа – платежи процента за рубеж).

Domestic deficit = (Revenue – Grants) – (Expenditure – Externally financed project expenditure – External interest payments)

- *Операционный дефицит (operational deficit)* –

общий дефицит за исключением части платежей процента, связанной с инфляцией. Рассчитывается для высокоинфляционных стран при оценке воздействия на бюджет реального государственного долга.

- *Структурный дефицит (structural deficit)* –

дефицит, возникающий при исключении единоразовых расходов и доходов, и факторов, связанных с бизнес-циклом.

тот дефицит, который правительство реально имеет и должно финансировать, независимо от единоразовых или циклических факторов. Единоразовыми считаются доходы, которые не повторяются в будущем году, например, доход от при-

ватизации определенного государственного предприятия. Единоразовыми расходами считаются расходы, которые в обычных условиях также не повторяются, например, расходы на поддержку населения, пострадавшего в результате наводнения. Под факторами, которые тесно коррелируют с бизнес-циклом, обычно понимаются цены на товары или активы, от которых зависит уровень доходов или расходов правительства, и которые сами подвержены сильным циклическим колебаниям.

Если правительство осуществляет крупные операции с зарубежными странами, получая или предоставляя кредиты, гранты или получая инвестиционный доход, то нередко в аналитических целях составляются отдельные бюджеты внутренних и международных операций правительства. Тогда только бюджет внутренних операций правительства используется для анализа спроса на внутренний кредит и воздействия на рост денежной массы. Для облегчения составления бюджета международных операций многие развитые страны регистрируют отдельно доходы и расходы, относящиеся к резидентам и нерезидентам. В самом простом случае такой бюджет рассчитывается по следующей схеме: доходы из-за рубежа + гранты из-за рубежа – платежи процента за рубеж – текущие переводы за рубеж – капитальные переводы за рубеж – иностранные займы минус платежи по ним – прочие зарубежные расходы = внешний дефицит/избыток = финансирование из-за рубежа.

@ *Финансирование дефицита (deficit financing)* – мобилизация правительством ресурсов для покрытия дефицита бюджета или распределение ресурсов, возникших в результате его положительного сальдо.

В отличие от всех находящихся «над чертой» статей бюджета финансирование включает изменение в государственных пассивах и активах, которые осуществляются в целях управления ликвидностью, а не в целях реализации государственных программ. Финансирование должно равняться дефициту/избытку бюджета с противоположным знаком. Финансирование равняется сумме займов, полученных правительством, минус его платежи по прошлым займам (амортизация), минус чистые кредиты, предоставляемые правительством в целях управления ликвидностью, плюс чистое сокращение запасов наличных в кассах правительства. Только амортизация основной части долга включается в финансирование, тогда как платежи процентов по долгам относятся к расходной части бюджета. В некоторых странах правительство частично выполняет функцию банковского сектора, принимая депозиты. В этом случае такие депозиты могут использоваться для финансирования дефицита бюджета, однако статистически они показываются как займы правительства у банковской системы.

Финансирование происходит из источников внутри страны и из-за рубежа.

- *Финансирование со стороны ЦБ.* Поскольку правительство по закону ряда стран нередко имеет контроль над центральным банком, который может быть даже подчинен министерству финансов, бюджет может заимствовать средства у денежных властей (центрального банка), делая это за счет получения прямых займов или сокращения своих депозитов в ЦБ, сокращения запасов наличности, находящейся в распоряжении правительства. Переводы в государственный бюджет нереализованной прибыли ЦБ, возникшей в связи с изменением цены золота или валютного курса валют, из которых состоят государственные резервы, также считаются займами у банковской системы, даже несмотря на то,

что у правительства не возникает обязательства оплатить эти займы. Однако переводы в бюджет реализованной прибыли ЦБ, возникшей в результате его купли-продажи им иностранной валюты или золота, классифицируются как доход бюджета, а не как его финансирующая статья.

- *Финансирование со стороны банковской системы.* Чаще всего правительство занимает деньги у банковской системы путем выпуска государственных ценных бумаг, которые размещаются среди банков под привлекательный процент, либо путем сокращения правительственных депозитов в коммерческих банках, которые держатся там в целях регулирования ликвидности.
- *Небанковское финансирование.* Внутреннее финансирование дефицита бюджета может осуществляться и из других источников, представляющих собой все те организации внутри страны, которые покупают и держат государственные долговые обязательства, – страховые компании, пенсионные фонды, промышленные предприятия, частные лица и пр.
- *Внутреннее финансирование правительства.* В целях внутреннего финансирования центральное правительство может получать займы от других частей центрального правительства (перераспределение средств между министерствами) и от правительств более низкого уровня (областных и городских).
- *Внешнее финансирование.* К понятию внешнего финансирования дефицита бюджета относится любое чистое финансирование, определяемое как разность между выдачей новых кредитов и их погашением, получаемое от нерезидентов. В их числе – международные институты развития (Мировой банк, Европейский банк реконструкции и развития, Межамериканский банк развития и пр.). Финансирование, полученное от МВФ, который является финансовой организацией, а не институтом развития, не включается в эту статью, относится на счета баланса ЦБ и показывается как внутренний кредит правительству со стороны денежных властей. Внешнее финансирование дефицита может также поступать от иностранных правительств и их агентств в виде межгосударственных займов. Статья прочих займов из-за рубежа включает чистые кредиты и авансы, получаемые национальным правительством от иностранных банков, кредиты иностранных поставщиков, связанные в основном с импортными закупками товаров и услуг.
- *Финансирование за счет правительственных резервов.* Наконец, внешним считается финансирование бюджета за счет сокращения государственных запасов иностранной валюты, депозитов в иностранных банках и запасов иностранных ценных бумаг, которые держит правительство в целях обеспечения ликвидности своих операций. Эта последняя статья называется государственными резервами, которые нельзя путать с государственными резервами, чаще всего находящимися в распоряжении ЦБ и используемыми в целях финансирования дефицита платежного баланса.
- *Кредиты минус платежи.* Эта чистая статья финансирования бюджета состоит из валовых кредитов, предоставляемых правительственными органами для достижения целей государственной политики за вычетом платежей по подобным кредитам, предоставленным ранее. В понятие кредита включают как займы пра-

вительства, так и приобретаемые им акции. В случае, если акции, олицетворяющие долю в собственности, генерируют доход, то он включается в статью прочих доходов в доходной части бюджета. Считается, что правительство предоставляет кредиты не для получения финансового дохода, а для решения определенных общественно-важных задач – строительства жилья, ликвидации последствий катастроф и войн, финансирования низкоприбыльных проектов, для финансирования которых частного капитала недостаточно. Если правительство выступает гарантом частной задолженности, то любые правительственные платежи за обанкротившихся должников также включаются в данную статью. Кредиты могут предоставляться правительством, а платежи по кредитам могут быть получены как внутри страны, так и из-за рубежа. Внутри страны они предоставляются как нефинансовым государственным предприятиям, так и финансовым институтам, за рубежом – правительствам и международным организациям.

Государственный долг

Долг страны может классифицироваться многими способами. Например, по сектору (государственный, гарантированный государством и негарантированный государством частный долг); по держателям долга (внутренний и внешний); по сроку погашения (краткосрочный и долгосрочный); по типу используемого долгового инструмента; по валюте долга.

В статистических целях дезагрегирование государственного долга происходит на нескольких уровнях (табл. 15.2).

Таблица 15.2. **Классификация государственного долга**

Gross External Debt Position	Состояние валового внешнего долга
General Government	**Органы государственного управления**
Short-term	***Краткосрочные***
Money market instruments	Инструменты денежного рынка
Loans	Кредиты и займы
Trade credits	Торговые кредиты
Other debt liabilities	Другие долговые обязательства
Arrears	Просроченная задолженность
Other	Прочие
Long-term	***Долгосрочные***
Bonds and notes	Облигации и ноты
Loans	Кредиты и займы
Trade credits	Торговые кредиты
Other debt liabilities	Другие долговые обязательства
Monetary Authorities	**Органы денежно-кредитного регулирования**
Banks	**Банки**
Other Sectors	**Другие сектора**
Nonbank financial corporations	**Небанковские финансовые корпорации**
Nonfinancial corporations	**Нефинансовые корпорации**
Households and nonprofit institutions serving households	**Домашние хозяйства и некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства**
Gross External Debt	**Валовый внешний долг**

Source: External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users, IMF 2003, http://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/eng/guide/index.htm

• На первом уровне дезагрегирование проводится по институциональным секторам. Первичное дезагрегирование касается четырех секторов экономики страны: органов государственного управления, органов денежно-кредитного регулирования, банков и других секторов. Другие сектора – это небанковские финансовые корпорации, нефинансовые корпорации и прочие сектора (домашние хозяйства и некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства).

• На втором уровне дезагрегирование производится по срокам погашения внешнего долга, с разделением на краткосрочный и долгосрочный долг в соответствии с первоначальным срокам погашения.

• Третий уровень дезагрегирования предусматривает разбивку по видам долговых инструментов.

Долг представляет собой агрегат запаса, накопленного баланса (*stock*). Привлечение новых займов и обслуживание существующего долга (выплаты процента и основной суммы) являются агрегатами потоков (*flows*), которые ведут к изменению величины наколенных запасов.

В контексте бюджета наибольшее значение имеет государственный долг и гарантированный государством частный долг. Государственный долг является прямым обязательством (*direct liability*) правительства, который должен быть им погашен при наступлении срока платежа. Гарантированный государством частный долг представляет собой условное обязательство (*contingent liability*), поскольку правительство будет вынуждено погасить его за счет бюджета только в случае дефолта частного заемщика.

@ *Государственный долг (government debt)* – совокупность прямых обязательств правительства перед остальной экономикой и внешним миром, аккумулированных в результате бюджетных операций в прошлом, которые должны быть покрыты им за счет бюджета в будущем.

Государственный долг выступает важнейшим компонентом национальной экономики, поскольку от его структуры, тенденций роста и политики погашения во многом зависит потенциал развития всех остальных секторов. Накопленный государственный долг является всегда объектом пристального внимания правительства, которое обязано обеспечивать достаточные бюджетные поступления для оплаты наступающих платежей по основной части долга и процентов. В понятие государственного долга включается только долг, признаваемый правительством и реально к нему относящийся. В случае гарантирования правительством чьего-либо долга его сумма не считается долгом правительства. Правительственный долг накоплен теми частями правительства, расходы и доходы которых показаны в государственном бюджете. Соответственно, долг областных или городских правительств центральному правительству не является государственным долгом.

Государственный долг считается внутренним, если его держатели – резиденты, и внешним, если его держатели – нерезиденты. Для дифференциации внутреннего долга от внешнего валюта, в которой предоставлены кредиты, значения не имеет. Внутренний долг может быть в иностранной валюте, а внешний – в национальной.

Внутри страны правительство может занимать деньги у центрального банка, местных коммерческих банков, так же как и у других финансовых и нефинансовых институтов, в форме получения прямых кредитов или продажи им государственных долговых обязательств. Помимо банков в зависимости от правил, установленных в каждой конкретной стране, государственные ценные бумаги могут приобретать страховые компании, пенси-

онные фонды, частные лица, предприятия, общественные организации. Центральное правительство может также занимать деньги у других частей правительства. Эти займы входят в состав долга только в том случае, если они должны в последующем погашаться.

Внешний правительственный долг может возникать в результате займов в иностранной валюте, получаемых от международных банков развития, таких как Мировой банк, Европейский банк реконструкции и развития, Межамериканский банк развития и пр. Долг МВФ не включается в эту категорию, поскольку его кредиты зачисляются на счета ЦБ для пополнения валютных резервов страны, а их использование правительством для платежного баланса показывается как задолженность правительства денежным властям. Внешний долг также возникает в результате займов, получаемых от иностранных правительств и банков, и как результат покупки правительством в кредит товаров и услуг за рубежом. И внутренний, и внешний долг может возникать в результате займов как в национальной, так и в иностранной валюте. Поскольку валютный курс на момент приобретения долга может отличаться от текущего, в общую сумму как внутреннего, так и внешнего долга вносят поправку на изменение валютного курса.

Государственный долг – внутренний и внешний – может быть представлен несколькими типами долговых инструментов. Долгосрочные облигации включают все ценные бумаги со сроком платежа более одного года, имеющие фиксированную процентную ставку и погашаемые после истечения срока, указанного при их размещении. Краткосрочные облигации и обязательства включают все обращающиеся на рынке ценные бумаги со сроком погашения менее одного года, процентной ставкой, фиксированной при размещении, и погашаемые по их номинальной стоимости в срок, установленный при их размещении. Если правительственная ценная бумага не предназначена для обращения на рынке, займы, осуществленные с ее помощью, относят к прочим долгосрочным или краткосрочным займам, в зависимости от срока платежа по ней. В другие обязательства включаются такие нетрадиционные виды займов, как, например, овердрафт правительства по своим счетам в банках.

Уровень долга может представлять макроэкономическую проблему для страны, если его накопленный запас слишком велик по отношению в размерам самой экономики и получаемых ею валютных доходов, или платежи по его обслуживанию слишком велики по сравнению с имеющимися бюджетными ресурсами.

@ *Переносимость (устойчивость) долга (debt sustainability)* – способность страны осуществлять платежи по долгу в долгосрочном периоде, не подрывая макроэкономическую стабильность.

Анализ устойчивости долга (*debt sustainability analysis*, *DSA*) включает анализ динамики долга на основе долгосрочных прогнозов основных макропоказателей; анализ базового сценария, несколько альтернативных сценариев и стандартизированных стресс-тестов; оценку устойчивости долга относительно индикаторов для каждой страны, зависящих от качества их макроэкономической политики; вынесение рекомендаций по ограничению долгового риска.

В результате анализа устойчивости долг может быть признан переносимым или непереносимым (устойчивым – неустойчивым):

- *Переносимый (устойчивый) долг (sustainable debt)* – уровень долга, который правительство в состоянии обслуживать, без ущерба для экономического роста и не отвлекая средства от других важных государственных программ.

- *Непереносимый (неустойчивый) долг (unsustainable debt)* – уровень долга, который наносит ущерб экономическому росту и отвлекает средства от других важных государственных программ.

Уровень, по достижении которого долг становится непереносимым, зависит от качества макроэкономической политики стран. В высокоразвитых странах, располагающих механизмами управления государственным долгом, пограничный показатель переносимости долга выше, чем в слаборазвитых странах, где такие механизмы часто отсутствуют (табл. 15.3).

Для определения переносимости (устойчивости) долга его приведенную стоимость (дисконтированную с использованием текущей средней мировой ставки дисконтирования, *discount rate*) сопоставляют с доходами страны от экспорта, поскольку стране нужна иностранная валюта для оплаты внешней части государственного долга, с доходами бюджета, поскольку правительство выплачивает долг за счет бюджетных доходов, и с размерами самой экономики страны в целом (ВВП).

Уровень устойчивого государственного долга определяется с учетом динамики компонентов, указанных в таблице 15.4. Это внутренний государственный долг, внешний краткосрочный и долгосрочный долг, первичный баланс и прочие факторы.

Способность страны оплачивать долг зависит от факторов, указанных в таблице 15.5.

В соответствии с формулой три фактора влияют на устойчивость долга – средняя реальная процентная ставка, рост реального ВВП и изменение реального валютного курса.

Для стабилизации уровня государственного долга страна должна имеет первичный профицит бюджета (b_t):

$$b_t = \frac{(i-g)}{(1+g)} d_{t-1}.$$

Например, для стабилизации долга на уровне предыдущего года в размере 50% ВВП при следующем реальном проценте ($i = 6\%$) и реальном росте ($g = 4\%$) страна должна иметь первичный профицит 0,96% ВВП ($0{,}96 = \frac{(0{,}06 - 0{,}04)}{(1 + 0{,}04)} 40$). Для снижения долга этот профицит должен быть выше. Если первичный профицит меньше 0,96 или имеется первичный дефицит, долг страны по отношению к ВВП будет увеличиваться. Вообще изменение долга страны в текущем году равно ее первичному балансу с противоположным знаком.

Анализ устойчивости долга позволяет выявить два основных риска для страны:

- *Риск платежеспособности (solvency risk)* – способность оплачивать долг в долгосрочной перспективе; основные показатели – отношение долга к ВВП, экспорту товаров и услуг и доходам бюджета.
- *Риск ликвидности* (*liquidity risk*) – способность оплачивать долг в крат-

Таблица 15.3. **Граничные показатели уровня государственного долга**

	Приведенная стоимость долга в процентах от			Обслуживание долга в процентах от	
	экспорта	ВВП	доходов бюджета	экспорта	доходов бюджета
Низкое качество экономической политики	100	30	200	15	25
Среднее качество экономической политики	150	40	250	20	30
Высокое качество экономической политики	200	50	300	25	35

Таблица 15.4. **Основное тождество устойчивости долга**

$$D_{t+1} = \underbrace{\frac{e_{t+1}}{e_t}\left(1 + i^f_{t+1}\right) D^f_t}_{\text{Внешний долг предыдущего периода}} + \underbrace{\left(1 + i^{std}_{t+1}\right) D^{std}_t}_{\text{Внутренний краткосрочный долг предыдущего периода}} + \underbrace{\left(1 + i^{ltd}_{t+1}\right) D^{ltd}_t}_{\text{Внутренний долгосрочный долг предыдущего периода}} - \underbrace{\left(T_{t+1} + G_{t+1} - S_{t+1}\right)}_{\text{Первичный баланс бюджета}} + \underbrace{\left(O_{t+1} + RES_{t+1}\right)}_{\text{Прочие факторы}}$$

где
D – государственный долг
e – обменный курс (количество единиц национальной валюты за доллар США)
i – номинальная процентная ставка
f – внешний долг
std – краткосрочный внутренний долг (до 1 года)
ltd – долгосрочный внутренний долг (более 1 года)
T – налоги
G – гранты
S – расходы
O – прочие факторы
RES – остаточная величина

Таблица 15.5. **Факторы, влияющие на устойчивость долга**[1]

$$d_{t+1} - d_t = \left[\frac{1}{1 + g_{t+1}}\right]\left[\underbrace{d_t\left[\left(1 + r^{dom}_{t+1}\right)\frac{d^{dom}_t}{d_t} + (1 + r^f_{t+1})\frac{d^f_t}{d_t}\right]}_{\text{Вклад среднего реального процента}} - \underbrace{d_t\left(1 + g_{t+1}\right)}_{\text{Вклад роста реального ВВП}} + \underbrace{d^f_t \varepsilon_{t+1}(1 + r^f_{t+1})}_{\text{Вклад реального валютного курса}}\right] + B$$

где
d – размер долга в процентах ВВП
g – рост реального ВВП
r – реальный процент
dom – внутренний
f – внешний
B – первичный баланс и прочие факторы

косрочной перспективе; основные показатели – отношение платежей по обслуживанию долга к доходам бюджета, доходам от экспорта, доля краткосрочного долга, внутренний долг у нерезидентов.

[1] Методология анализа устойчивости долга, разработанная МВФ и Мировым банком, содержится на сайте www.imf.org/external/pubs/ft/dsa.

Прогнозирование бюджета

С макроэкономической точки зрения государственные расходы представляют собой спрос со стороны государства, который является важнейшей составной частью совокупного спроса. Факт существования дефицита бюджета может означать чрезмерный объем государственного спроса, который поглощает крупную

долю внутреннего кредита, вытесняя тем самым частный сектор. Аналогичным образом избыток бюджета может означать, что правительство оказывает сдерживающее влияние на экономику, ограничивая бюджетный спрос.

Для прогнозирования изменения доходов от налогов необходимо иметь представление о развитии в будущем главных показателей налоговой системы, которыми являются:

- *Налоговая база (tax base)* – стоимость или объем, на который накладывается налог. Наиболее часто налоговой базой является стоимостный объем продаж, прибыли, импорта или дохода. Важно провести различие между законодательно определенной налоговой базой и реально существующей налоговой базой. Даже если законодательно определено, что налоги должны взиматься со всех доходов, отдельными решениями могут быть предоставлены налоговые льготы и изъятия для отдельных предприятий, отраслей, регионов, проектов, типов инвестиций и т.п.

- *Налоговая ставка (tax rate)* – определенный законом процент налоговой базы, изымаемый государством в бюджет в качестве налога. Налог, взымаемый с цены товара или услуги, называется адвалорным; с объема – специфическим. Бюджетные поступления от специфических налогов не изменяются с ростом инфляции, тогда как от адвалорных растут параллельно ей. Поэтому бюджетные доходы от адвалорных налогов обычно увеличиваются значительно быстрее, чем от специфических.

Изменение доходов бюджета в течение определенного периода может стать результатом разнообразных эффектов, среди которых особенно выделяются следующие:

- *автоматические эффекты (automatic effects)* – не зависящие напрямую от правительства изменения дохода вследствие изменения налогооблагаемой базы (например, рост стоимости импорта ведет к росту доходов от импортных пошлин);
- *дискреционные эффекты (discretionary effects)* – напрямую зависящие от решений правительства изменения дохода вследствии изменений в самой налоговой системе (изменение ставки налога, введение новых налогов, изменение широты охвата налога, улучшение собираемости налогов).

Исходя из того, какие именно эффекты – автоматические или дискреционные или их комбинация – преобладают в конкретной стране, прогноз доходов бюджета может основываться на концепции энергетичности или эластичности доходов.

@ *Энергетичность доходов (revenue buoyancy, b)* – отношение процентного роста налоговых поступлений (T) к процентному росту ВВП (Y) при условии присутствия автоматических и дискреционных эффектов

$$b = \frac{\Delta T / T}{\Delta Y / Y}.$$

Этот показатель определяет степень воздействия автоматических и дискреционных эффектов на доходы бюджета. Если он больше единицы, то рост ВВП на единицу ведет к росту налоговых поступлений более чем на единицу, и, наоборот, если он меньше единицы, то рост ВВП на единицу ведет к росту налоговых поступлений в бюджет менее чем на единицу. Рассчитывается на основе данных о реально собранных налогах и номинальном ВВП.

@ *Эластичность доходов (revenue elasticity, e)* – отношение процентного роста налоговых поступлений (T) к процентному росту ВВП (Y) при условии отсутствия дискреционных эффектов

$$e = \frac{\Delta T / T}{\Delta Y / Y}.$$

С помощью показателя эластичности можно измерить воздействие только автоматических эффектов на доходы бюджета. Он рассчитывается исходя из предположения о том, что правительство не принимало каких-либо решений об изменении ставок налогов, введении новых налогов, включении новых субъектов налогообложения в существующую налоговую структуру. Рассчитывается на основе данных о налогах, которые можно будет собрать, если правительство не предпринимает никаких шагов в налоговой сфере. Если эластичность принимается равной единице, то это означает, что бюджетные доходы должны расти тем же темпом, что и ВВП.

Для определения степени роста доходов бюджета за счет увеличения налоговой базы (B) или ставки налога формула эластичности доходов может быть представлена следующим образом:

$$e = \frac{\Delta T / T}{\Delta Y / Y} = \frac{\Delta T / T}{\Delta B / B} \times \frac{\Delta B / B}{\Delta Y / Y}.$$

Данная формула оценивает изменение темпов роста собираемости налогов в зависимости от изменения налоговой базы и, с другой стороны, изменение самой налоговой базы в зависимости от изменения ВВП.

Концепция эластичности доходов бюджета близка известной из общей макроэкономической теории концепции эластичности спроса по цене. Связь заключается в том, что чем менее эластичен спрос на конкретный товар, подлежащий налогообложению, тем больше можно собрать налогов при повышении ставки налога на этот товар, ибо потребители все равно будут покупать его, даже несмотря на возросшую цену. Например, одним из теоретических обоснований увеличения налогов на алкоголь и табак является очень низкая эластичность спроса на них по цене: сколько ни увеличивай цены, люди продолжают пить и курить. Если дискреционные меры повышают доходы бюджета, то энергетичность будет выше эластичности, и напротив, когда действия правительства сокращают доходы, энергетичность ниже эластичности. Соответственно, концепция эластичности должна в основном использоваться для прогнозирования базового сценария бюджетного баланса, а энергетичности – для прогноза воздействия на него дискреционных мер, которые могло бы принять правительство.

Средние эмпирически оцененные на большой панели нескольких десятков стран размеры эластичности налоговых доходов к налоговой базе составляют для подоходного налога от 1,5 до 2, корпоративного налога около 1, взносов на социальное страхования от 0,8 до 1,1, косвенных налогов около 1.

Прогнозирование доходов от налогов заключается либо в эконометрической оценке функции зависимости налоговых поступлений от роста номинального ВВП, либо в максимальном дезагрегировании налогов на отдельные их типы и прогнозировании дохода от каждого типа налога отдельно. Например, доходы от импортных пошлин напрямую связаны с размерами импорта, и можно считать, что они будут расти в той же степени, в какой вырастет импорт. Если количество лет, во время которых происходят дискреционные изменения в налоговой системе, относительно невелико, наиболее рациональной является оценка на базе имеющихся данных следующей функции:

$$T = a_0 + (a_1 + a_2\theta)Y,$$

где $\theta = 0$ в годы, когда дискреционных изменений не было, и $\theta = 1$ в те годы, когда дискреционные изменения происходили. Если $\theta = 0$, то коэффициент a_1 может интерпретироваться как эластичность налоговых поступлений по доходу,

исключая любые изменения в налоговой системе, предпринимавшиеся правительством. Если $\theta = 1$, то $(a_1 + a_2)$ – энергетичность налогов по доходу, включая все изменения в налоговой системе, предпринятые правительством.

Если количество лет, во время которых происходят дискреционные изменения в налоговой системе, весьма велико, то наиболее рациональной является оценка на базе имеющихся данных следующей функции:

$$T = a_0 + a_1 Y.$$

В данном случае T представляет собой оценку налоговых поступлений, которые могли бы быть, если бы правительство не принимало никаких мер в налоговой сфере. Но поскольку дискреционные эффекты имели место, полученную на основе регрессии T необходимо скорректировать на стоимостную оценку этих эффектов.

Возможно также построение прогноза налоговых поступлений, исходя из эффективных налоговых доходов (*effective tax revenue*) прошлых лет. Сначала рассчитывается эффективная налоговая ставка, как частное от деления налоговых доходов прошлого периода на налоговую базу, с которой они собираются, например, ВВП прошлого года $\left(\frac{T}{Y}\right)$.

Затем эффективная налоговая ставка прошлого периода умножается на прогноз налоговой базы на будущий, например, ВВП следующего года.

Прогнозирование неналоговых поступлений обычно затруднено из-за неясности с масштабами будущих поступлений от продаж основных фондов, штрафов и предпринимательской деятельности правительства. Оно, как правило, основывается на здравом смысле, информации о намерениях правительства по реализации своего имущества и его приблизительной рыночной оценке, оценке роста поступлений от штрафов в зависимости от общей правовой ситуации в стране. Другие простые способы прогнозирования заключаются в продлении прошлых трендов или предположении, что неналоговые поступления будут расти пропорционально росту номинального ВВП.

Прогнозирование получения и предоставления грантов может основываться только на информации правительства о его намерении предоставить бюджетные гранты некоторым государствам или получить их от других стран. В расчет принимается как бюджетная ситуация стран-доноров, которые традиционно предоставляют гранты, так и страны, их получающей. Если в стране-доноре экономическая ситуация ухудшается, вполне вероятно, что в ближайшем будущем получаемые от нее гранты будут меньше или их предоставление будет вообще приостановлено. В то же время, если получающая страна укрепляет свой бюджет, возможно, что иностранные гранты совсем не потребуются.

При прогнозировании отдельных статей расходов чаще всего используется не изощренная эконометрическая техника, а весьма простые и очевидные взаимосвязи. Так, расходы на зарплату обычно зависят от изменения количества государственных служащих, уровня оплаты труда каждой из их категорий и изменения (индексации) этого уровня по мере развития инфляции на основе существующего законодательства. Расходы на товары и услуги в целом зависят от темпов инфляции в стране, бюджетных механизмов ограничения роста расходов. Платежи процентов по долгам определяются размером внешнего и, соответственно, внутреннего долга и процентной ставкой. Субсидии и текущие переводы зависят от общей экономической ситуации в стране, уровня прибыльности предприятий и тенденций развития безработицы, поскольку одной из разновидностей теку-

щих переводов является пособие по безработице. Необходимо учитывать и демографические факторы, ибо от них зависят размеры расходов на выплаты стипендий и пенсий. В большинстве случаев постатейный прогноз расходов необходимо скорректировать на те меры, которые собирается принять правительство для сдерживания расходов, например для подавления инфляции или, наоборот, их роста, чтобы, к примеру, стимулировать экономический рост.

Рост расходов должен быть соизмерим с ростом доходов. В противном случае правительство вынуждено принимать меры по их ограничению.

@ *Секвестирование расходов (expenditure sequestering)* – ограничение бюджетных расходов размерами поступлений в бюджет от текущих доходов, внутреннего и внешнего финансирования.

Своеобразный способ секвестирования расходов заключается в наращивании задолженности бюджета перед получателями бюджетных средств, в аккумулировании бюджетных неплатежей.

В условиях высокой инфляции все статьи бюджета в целях обеспечения межвременной сопоставимости можно выражать как процент ВВП в текущих ценах. Правильные прогнозы инфляции и валютного курса являются важнейшей предпосылкой получения разумного прогноза расходной части бюджета. В данных целях индекс потребительских цен считается наиболее подходящим индикатором инфляции. Валютный курс важен для правильной оценки стоимости грантов, которые фиксируются в бюджете в национальной валюте, но получаются и предоставляются чаще всего в иностранной, а также доходов от импортных пошлин, которые накладываются на стоимость товаров в национальной валюте, полученной в результате ее конверсии из иностранной валюты. Валютный курс критически влияет на правильность оценки централизованных закупок импортных товаров, осуществляемых за счет бюджета, таких как нефть, зерно и пр., и расходов на обслуживание внешнего долга. Нередко инвестиционные расходы правительства финансируются за счет внешних займов, получаемых в иностранной валюте, но должны включаться в доходы бюджета в национальной валюте.

Финансирующие статьи также необходимо спрогнозировать, причем весьма детально. Источниками прогноза внешнего финансирования бюджета являются правительственные планы получения иностранных кредитов и предполагаемые выплаты по обслуживанию долга, которые обычно содержатся в кредитных соглашениях. Поступления и выплаты по кредитным соглашениям, отражаемые в национальной валюте в бюджете на основе бюджетного года, согласовываются со статьей поступлений и выплат по кредитам в платежном балансе, где они показываются в долларах на основе календарного года. Та часть внешних займов, которая используется для финансирования бюджетных расходов на приобретение иностранных товаров, удовлетворяет часть внутреннего спроса и не приводит к росту денежной массы.

Финансирование дефицита за счет внутренних займов зависит от способности правительства размещать свои долговые ценные бумаги на внутреннем банковском и внебанковском рынке и обслуживать платежи по внутреннему долгу. Если спрос на долговые инструменты правительства в силу их высокой надежности велик и процентная ставка по ним, следовательно, ниже, чем по внешним кредитам, приоритет будет отдан внутреннему финансированию бюджета. Если же процент внутри страны, скорректированный на транзакционные издержки и рыночную оценку потенциальных рисков, выше, чем за рубежом, то скорее всего открытая экономика будет искать финансирование для бюджета на мировом рын-

ке. Особое внимание при прогнозировании источников и масштабов финансирования бюджета необходимо обратить на реальность правительственных планов по обслуживанию внешнего и внутреннего долга. Возможна ситуация, что он вырастет настолько, что новые займы будут полностью поглощаться платежами по прошлым займам и чистое финансирование для бюджета окажется нулевым или даже отрицательным.

Очевидно, что спрос бюджета на деньги для его финансирования неизбежно разгоняет денежную массу и ведет к всплеску инфляции. Если этот спрос удовлетворяется за счет прямых кредитов центрального банка, который для этого просто создает резервные деньги, то с макроэкономической точки зрения это наихудший способ финансирования дефицита, имеющий неизбежные инфляционные последствия. Заимствование государством у банковской системы имеет несколько меньшее влияние на рост денежной массы, поскольку, отдавая деньги государству, банки тем самым ограничивают средства, за счет которых они смогли бы предоставлять кредиты. Займы государства могут быть настолько велики, что они вытеснят частный сектор с кредитного рынка, который не сможет конкурировать с бюджетом за ограниченную ликвидность, и подорвут тем самым потенциал экономического роста. Наименее болезненным способом финансирования дефицита является заимствование средств у небанковской системы, что просто перераспределяет совокупный спрос от частного сектора к правительственному, но, по крайней мере, не увеличивает его. Поэтому приоритетным направлением политики в области финансирования дефицита бюджета является его финансирование за счет государственных займов из небанковских источников – пенсионных фондов, страховых компаний, промышленных предприятий, общественных организаций, частных лиц и пр.

Бюджетная политика

Бюджетная политика должна быть жизнеспособной.

@ *Фискальная жизнеспособность (fiscal viability)* – состояние бюджета, которое способствует достижению макроэкономических целей (роста, низкой инфляции, занятости) без аккумулирования непереносимого долга.

Первое, что правительства должны сделать при оценке жизнеспособности своей бюджетной ситуации – это оценить имеющееся фискальное пространство, т.е. возможность для макроэкономического маневра с использованием бюджетных инструментов.

@ *Фискальное пространство (fiscal space)* – разность между прогнозируемым первичным балансом и постоянным уровнем первичного баланса, который необходимо поддерживать, чтобы уровень государственного долга снизился до 40% ВВП к концу 20-летнего периода.

Например, если прогнозируемый уровень первичного баланса составляет +1% ВВП в среднем на ближайшие 20 лет, а уровень долга – 20% ВВП, то страна может позволить себе финансировать свои инвестиционные проекты за счет заемных средств и довести долг до уровня 40% ВВП при первичном ежегодном дефиците, равном 2% ВВП в течении ближайших 20 лет. Значит, у страны есть фискальное пространство в размере 2% ВВП. В противоположной ситуации, если прогнозируемый уровень первичного дефицита составляет –2% ВВП в среднем на ближайшие 20 лет, а уровень долга – 60% ВВП, то для снижения долга до 40% ВВП может потребоваться первичный ежегодный профицит +1% ВВП в течение ближайших 20 лет. Значит, у страны нет фискального пространства, оно отрицательное в размере –3% ВВП.

Размер фискального пространства характеризует уровень свободы маневра, которым располагает правительство, при необходимости проведения политики в случае негативного шока. Для расчета фискального пространства требуются данные в процентах от ВВП по первичному балансу в исходном году, отношение долга к ВВП в исходном году, таргетируемое отношение долга в ВВП, средняя прогнозируемая процентная ставка и величина роста реального ВВП.

Бюджетная политика может быть проциклической и антициклической. Определение направления бюджетной политики зависит от фазы экономического цикла, в которой находится экономика (табл. 15.6).

В условиях экономического подъема бюджетное расширение (*fiscal expansion*) является проциклической мерой, а бюджетное сокращение (*fiscal contraction*) – антициклической мерой. Напротив, в условиях экономического спада бюджетное расширение является антициклической мерой, а бюджетное сокращение – проциклической мерой.

Экономический подъем – промежуток времени, когда реальный рост превышает потенциальный уровень, т.е. наблюдается положительный разрыв производства *(positive output gap*). *Экономический спад* – период времени, когда реальный рост ниже потенциального уровня, т.е. наблюдается отрицательный разрыв производства (*negative output gap*).

Бюджетная политика обычно активно используется как антициклическая мера: бюджетное сокращение в условиях экономического подъема как в целях излишнего агрегированного спроса, который вместо реального роста может перерасти в инфляцию (*overheating*, перегрев экономики), и бюджетное расширение в условиях экономического спада как мера поддержания агрегированного спроса.

В условиях одноразового негативного шока, например роста импортных цен, бюджетная политика может также использоваться для выправления его последствий. Общих правил несколько. Рекомендуется использовать механизмы сглаживания потребительских цен, но не их фиксации, вводить целевые субсидии наиболее пострадавшим группам населения, а не общие субсидии для всего населения, оказывать целевую поддержку государственным служащим с низкими доходами, временно сокращать импортные пошлины на подорожавшие товары, вводить схемы социальной поддержки. Не рекомендуется создавать буферные запасы товаров как способ поддержания цен на них, ограничивать экспорт подорожавших товаров, так как это может привести к еще большему росту цен, вводить общие субсидии на потребление, произвольно снижать налоги на подорожавшие товары и изымать их из-под налогообложения, увеличивать зарплаты всем сотрудникам государственного сектора.

Таблица 15.6. **Виды бюджетной политики**

Экономический подъем	Бюджетное расширение	→	Проциклическая мера
	Бюджетное сокращение	→	Антициклическая мера
Экономический спад	Бюджетное расширение	→	Антициклическая мера
	Бюджетное сокращение	→	Проциклическая мера

Подобные одноразовые меры обычно трудно отменить, и они ведут к большим и постоянным потерям доходов государственного бюджета.

Правительство своей бюджетной политикой может способствовать вливанию или изъятию средств из экономики. Осуществляя расходы, правительство производит инъекцию средств путем выплаты зарплат государственным служащим, закупки товаров и услуг для государственных нужд и инвестиций в проекты государственной значимости. Практически все статьи расходов, кроме выплаты процента по внешнему долгу, являются вливаниями средств в экономику. В то же время, собирая доходы, правительство изымает средства из экономики. Все виды налогов и неналоговых поступлений, за исключением полученных грантов из-за рубежа, являются примерами изъятия средств из экономики.

Следовательно, для стимулирования экономического роста правительство должно, как минимум, вкладывать в экономику больше средств, чем изымать из нее. Инъекции в экономику равны только той части государственных расходов, которая остается в стране. Тем самым из них исключаются утечка средства за рубеж в форме оплаты за счет государственных средств импорта и выплаты процента по внешнему государственному долгу. Расходы (за исключением выплаты процента за рубеж и капитальных расходов, финансируемых за счет внешних займов) должны быть выше доходов (за исключением грантов), т.е. государственный бюджет должен характеризоваться первичным базовым дефицитом. Вместе с тем, для сокращения накопленного государственного долга необходимо поддержание первичного профицита.

Для измерения размеров вливания средств в экономику обычно используется понятие фискального импульса, который рассчитывается на основе структурного баланса бюджета, т.е. исключая единоразовые и циклические факторы.

@ *Фискальный импульс (fiscal impulse)* – изменение в структурном балансе бюджета, вызванное целенаправленными действиями правительства.

В условиях экономического спада, если бюджет характеризуется структурным дефицитом, то его увеличение представляет собой положительный фискальный импульс, а сокращение – отрицательный фискальный импульс. Обратное справедливо в условиях структурного профицита, хотя профициты бюджета маловероятны при экономическом спаде (табл. 15.7).

Преднамеренно увеличивая дефицит, правительство увеличивает чистые инъекции в экономику и способствует тем самым росту агрегированного потребления. Очевидно, что правительство может дать фискальный импульс экономике как за счет увеличения расходов, так и снижения налогов, поскольку в этом случае больше средств будут оставаться в распоряжении экономических агентов, которые смогут их вложить в экономику, вместо того, чтобы отдать правительству в виде налогов.

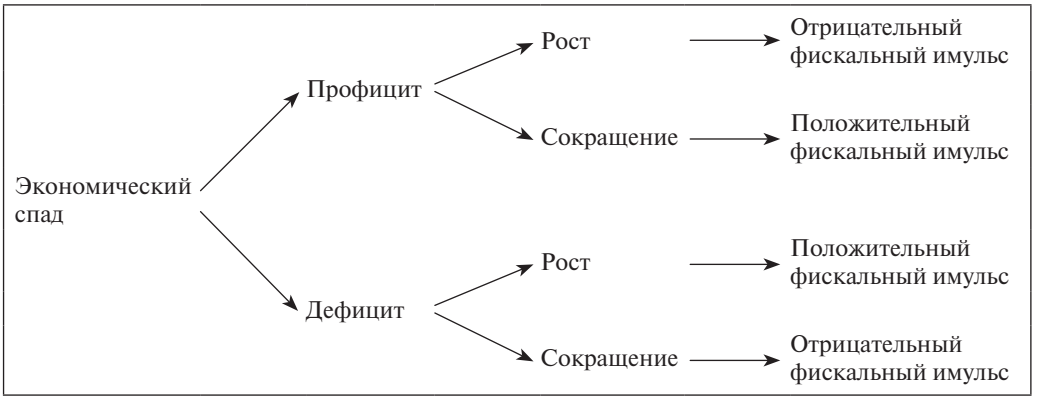
Воздействие государственных расходов, и особенно фискального импулса, на экономический рост во многом зависит от фискальных мультипликаторов.

@ *Фискальный мультипликатор (fiscal multiplier)* – коэффициент, показывающий рост реального ВВП в результате экзогенного изменения фискального дефицита.

Существуют несколько разновидностей фискального мультипликатора:

- Импакт-мультипликатор (*impact multiplier*), показывающий немедленное воздействие изменения дефицита на рост, $d = \frac{\Delta Y_t}{\Delta D_t}$.
- Горизонтный мультипликатор (*horizon multiplier*), показывающий воздействие через определенный промежуток времени N, $d = \frac{\Delta Y_{t+N}}{\Delta D_t}$.

Таблица 15.7. **Виды фискального импульса**



- Пик-мультипликатор (*peak multiplier*), показывающий максимальное воздействие на определенном промежутке времени N, $d = max\frac{\Delta Y_{t+N}}{\Delta D_t}$.
- Кумулятивный мультипликатор (*cumulative multiplier*), показывающий кумулятивное изменение реального ВВП в течение определенного периода времени вследствие кумулятивного изменения бюджетного дефицита, $d = \frac{\sum_{j=0}^{N}\Delta Y_{t+j}}{\sum_{j=0}^{N}\Delta D_{t+j}}$.

Размер фискального мультипликатора зависит от величины утечки средств из экономики, например, государственных расходов, потраченных на импорт или сбереженных экономическими агентами, монетарных условий, т.е. реакции монетарных властей на фискальный импульс, и устойчивости государственного бюджета после фискального импульса.

Утечка средств обычно минимальная при следующих условиях:

- В основе увеличения бюджетного дефицита лежит расширение расходов, а не сокращение налогов, поскольку рост расходов немедленно увеличивает совокупный спрос, тогда как сокращение налогов может привести просто к увеличению сбережений, не расширив спрос.
- Предельная склонность к потребление высока.
- Увеличение расходов или сокращение налогов нацелено на наиболее бедные слои населения.
- Потребители не увеличивают текущие сбережения и не принимают во внимание возможность большого роста налогов в будущем, необходимое для оплат возросшего в результате фискального импульса государственного долга.
- Склонность к импорту низкая; мультипликаторы обычно выше в больших странах, которые мало зависит от импорта, и странах с закрытой экономикой.
- Автоматические стабилизаторы незначительны и их воздействие на изменения в результате колебания выпуска доходов и расходов несущественно.
- Размер разрыва производства большой, что дает возможность монетарным властям компенсировать рост спроса без увеличения ставки процента, т.е. проводить адаптивную денежную политику.

Денежная политика считается адаптивной, если номинальные процентные ставки не возрастают в результате расширительной фискальной политики и если страна имеет режим фиксированного валютного курса. Адаптивная денежная политика может увеличить мультипликатор в 2–3 раза.

@ *Автоматические стабилизаторы (automatic stabilizers)* – изменения в бюджетных доходах или расходах, установленные налоговым кодексом или правилами осуществления расходов, которые отражают экономический цикл и не требуют принятия специальных решений.

Такие стабилизаторы являются частью налогового кодекса или правил, в соответствии с которыми осуществляются бюджетные расходы. Например, прогрессивный характер подоходного налога автоматически сдерживает рост денежной массы по мере роста доходов государственных служащих и их расходов во времена экономического подъема. Напротив, во время экономического спада, выплаты пособий по безработице, которые автоматически увеличиваются по мере роста числа безработных, стимулируют агрегированный спрос.

Размеры мультипликаторов зависят от уровня развития страны и характера государственных расходов. Например, мультипликатор фискальных расходов составляет 1–1,5 в больших странах, 0,5–1 в средних и 0–0,5 в малых странах. Мультипликатор трансфертов – примерно половину этого уровня, а инвестиций – несколько выше этого уровня.

РЕЗЮМЕ

1. Бюджетный сектор – наиболее контролируемый правительством сектор экономики. Структура и механизм функционирования бюджетного сектора в критической степени зависят от того, какая – британская, французская, американская или испано-латиноамериканская бюджетная – система существует в стране. Бюджет составляется и утверждается на год и прогнозируется на несколько лет вперед. Бюджетный год может совпадать с календарным, но может и отличаться от него. Данные в бюджете могут представляться либо на наличной основе учета, признающей поступления при получении наличных денег и расходы при выплате наличных, либо на основе принципа начисления, в соответствии с которым доходы и расходы признаются в момент возникновения обязательства, хотя наличными они еще не получены или не выплачены. Бюджет находится в распоряжении правительственного сектора экономики, охватывающего все правительственные единицы, осуществляющие монопольную власть в стране в интересах экономического, социального и политического развития, направленную преимущественно на предоставление общественно необходимых услуг. Организационно правительственный сектор состоит из центрального правительства, региональных (областных, краевых и пр.) правительств, местных (городских, районных) правительств и других наднациональных органов, осуществляющих функции сбора налогов и расходования государственных средств.

2. По характеру бюджетные операции подразделяются на шесть основных групп: поступления-платежи; возмещаемые – невозмещаемые операции; обеспеченные – необеспеченные операции; текущие – капитальные операции; финансовые активы – финансовые пассивы; операции в целях государственной политики – операции в целях управления ликвидностью. Статьи любого бюджета можно перекласс-

сифицировать таким образом, чтобы все их можно было отнести к одной из следующих групп – доходы, гранты, расходы, кредиты минус субсидии, финансирование. Доходы представляют собой все невозмещаемые поступления в бюджет, будь то обеспеченные или необеспеченные, за исключением поступлений, получаемых от других правительств и международных организаций. Гранты состоят из невозмещаемых и необеспеченных поступлений в бюджет, не носящих принудительного характера, от иностранных правительств или международных организаций. Расходы покрывают все невозмещаемые и необеспеченные платежи правительства из бюджета для финансирования текущих или капитальных расходов. Дефицит бюджета – часть расходов, которая превосходит поступления в бюджет от налогов, грантов и которая финансируется правительством за счет мобилизации ресурсов внутри страны и за рубежом. В результате может возникать государственный долг – совокупность прямых обязательств правительства перед остальной экономикой и внешним миром, аккумулированных в результате бюджетных операций в прошлом, которые должны быть покрыты за счет бюджета в будущем.

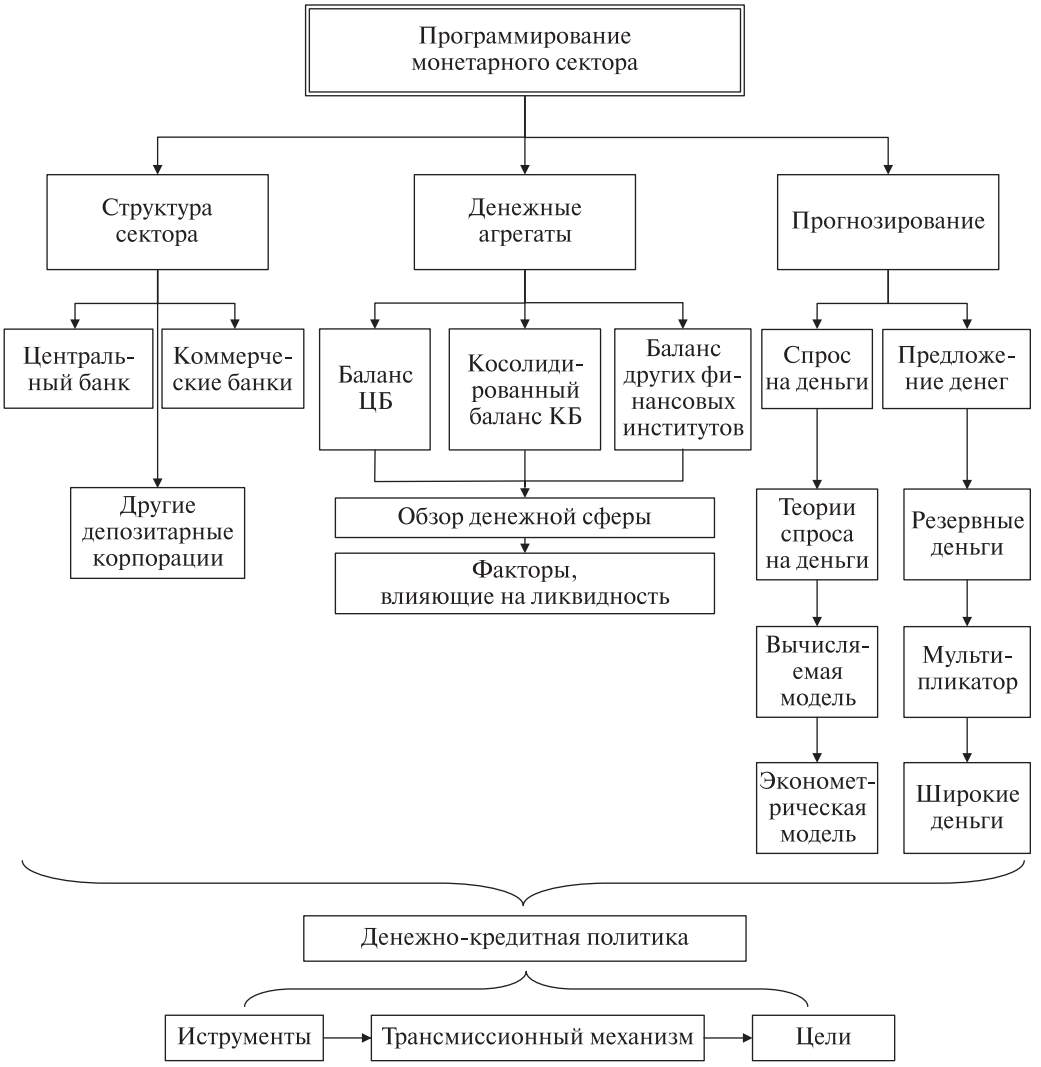
3. Долг страны может классифицироваться по сектору, держателям долга, сроку погашения, по типу используемого долгового инструмента, по валюте долга. Государственный долг – совокупность прямых обязательств правительства перед остальной экономикой и внешним миром, аккумулированных в результате бюджетных операций в прошлом, которые должны быть покрыты им за счет бюджета в будущем. Государственный долг считается внутренним, если его держатели – резиденты, и внешним, если его держателями являются нерезиденты. Для дифференциации внутреннего долга от внешнего валюта, в которой предоставлены кредиты, значения не имеет. Внутренний долг может быть в иностранной валюте, а внешний – в национальной. Переносимость (устойчивость) долга – это способность страны осуществлять платежи по долгу в долгосрочном периоде, не подрывая макроэкономическую стабильность. Анализ устойчивости долга позволяет выявить два основных риска для страны: риск платежеспособности – способность оплачивать долг в долгосрочной перспективе и риск ликвидности – способность оплачивать долг в краткосрочной перспективе.

4. Для прогнозирования изменения доходов от налогов необходимо прежде всего составить представление о развитии налоговой базы – стоимости или объема, на который накладывается налог, и налоговой ставки – процента налоговой базы, изымаемого государством в бюджет в качестве налога. Изменение доходов бюджета в течение определенного периода может стать результатом либо автоматических эффектов – не зависящих напрямую от правительства изменений в доходе вследствие изменения в налогооблагаемой базе, либо дискреционных эффектов – напрямую зависящих от решений правительства изменений в доходе вследствие изменений в самой налоговой системе. Исходя из того, какие именно эффекты – автоматические или дискреционные или какая-либо их комбинация – преобладают в конкретной стране, прогноз доходов бюджета основывается на концепции энергетичности доходов, измеряющей воздействие как автоматических, так и дискреционных эффектов на доходы бюджета, или концепции эластичности доходов, измеряющей воздействие только автоматических эффектов на бюджет. Для прогнозирования получения и предоставления грантов требуется информация о намерении правительства предоставить бюджетные гранты другим государствам или получить их от других стран. Прогноз расходов осуществляется по отдельным

статьям, и его результаты корректируются с учетом тех мер, которые собирается принять правительство для сдерживания расходов и подавления инфляции. Финансирование дефицита бюджета происходит из внутренних и внешних источников. Из внутреннего финансирования наиболее инфляционным способом является заимствование у центрального банка, менее инфляционным – заимствование у коммерческих банков, практически совсем неинфляционным – заимствование за пределами банковской сферы.

5. *Бюджет* – основной экономический инструмент правительства, часть совокупного спроса, чаще всего источник основных макроэкономических проблем. Бюджетная политика должна быть жизнеспособной, т.е. способствовать достижению макроэкономических целей (роста, низкой инфляции, занятости) без аккумулирования непереносимого долга. Для обеспечения жизнеспособности бюджетной политики правительство должно поддерживать достаточное фискальное пространство, т.е. разность между прогнозируемым первичным балансом и постоянным уровнем первичного баланса, таким, чтобы уровень государственного долга не превышал 40% ВВП. В целях нивелирования последствий цикла правительство может принимать проциклические и антициклические меры. В условиях экономического подъема бюджетное расширение является проциклической мерой, а бюджетное сокращение – антициклической мерой. Напротив, в условиях экономического спада бюджетное расширение является антициклической мерой, а бюджетное сокращение – проциклической мерой. Размер вмешательства правительства в регулирование цикла оценивается фискальным импульсом – изменением в структурном балансе бюджета, вызванным целенаправленными действиями правительства. Воздействие фискального импульса на экономику зависит от размеров фискального мультипликатора – коэффициента, показывающего рост реального ВВП в результате экзогенного изменения фискального дефицита. В свою очередь влияние цикла на бюджет компенсируется автоматическими стабилизаторами – изменениями в бюджетных доходах или расходах, установленные налоговым кодексом или правилами осуществления расходов, которые отражают экономический цикл и не требуют принятия специальных решений.

План-схема


Программирование монетарного сектора
Структура сектора
Денежные агрегаты
Прогнозирование
Центральный банк
Коммерческие банки
Другие депозитарные корпорации
Баланс ЦБ
Косолидированный баланс КБ
Баланс других финансовых институтов
Обзор денежной сферы
Факторы, влияющие на ликвидность
Спрос на деньги
Предложение денег
Теории спроса на деньги
Вычисляемая модель
Эконометрическая модель
Резервные деньги
Мультипликатор
Широкие деньги
Денежно-кредитная политика
Иструменты
Трансмиссионный механизм
Цели

КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Активы второго уровня
Активы первого уровня
Баланс денежных властей
Денежные власти
Денежный мультипликатор
Депозитный механизм
Динамические модели
Дисконтный механизм
Инструменты денежной политики
Коэффициенты
Ликвидность
Ломбардный механизм
Механизм кредитора последней инстанции
Механизм предельного финансирования
Нормы обязательного резервирования
Овердрафт
Операции на открытом рынке
Операции по тонкой настройке
Основные операции по рефинансированию
Оценочная корректировка
Постоянно действующие механизмы
Предложение денег
Привлечение депозитов
Приемлемые активы
Приемлемые партнеры
Прямые сделки
Реверсные операции
Резервные деньги
Резервные требования
Свопы с иностранной валютой
Структурные реверсные операции
Тендерная процедура
Цели денежной политики
Чистые внутренние активы
Чистые иностранные активы
Широкие деньги
Эквивалент оценочным изменениям
Эластичность спроса на деньги
Эмиссия денег

16. ПРОГРАММИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОГО СЕКТОРА

Представление агрегатов

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 или свойство актива превращаться в деньги.

Любой актив (ценные бумаги, здания, золото, автомобиль и пр.) могут 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 актив, который либо уже является деньгами, либо их заменяет (чек), либо считается безусловно обратимым в наличные деньги по первому требованию (банковские депозиты до востребования) и без потери стоимости.

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. Под ликвидностью может пониматься один из статистических агрегатов денег. 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 конце прошлого века было популярно обозначать эти типы денег как M0–M1–M2–M3–M4–M5. 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.

Единственный денежный агрегат, который признается международной финансовой статистикой, это широкие деньги.

@ *Широкие деньги (broad money)* – финансовые активы, которые могут исполнять функции денег.

Предложение денег создается в результате их эмиссии.

@ *Эмиссия денег (money issue)* – выпуск центральным банком в обращение наличных денег и пополнение депозитов коммерческих банков, хранимых в ЦБ.

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 банками, 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 им 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. 16.1).

Национальная валюта и передаваемые депозиты должны обязательно включаться в широкие деньги в любой стране, поскольку являются наиболее ликвидными финансовыми активами. Ликвидность национальной валюты вытекает из того, что они являются средством платежа, установленным по закону данной страны и обязательным к приему всеми юридическими и физическими лицами. Ликвидность передаваемых депозитов вытекает из того, что в соответствии с их дизайном, основанном также на законе, продавец уверен, что он получит наличные деньги, если покупка была оплачена с их помощью. 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, могут передаваться третьим лицам, их использование не приводит к дополнительным издержкам, либо такие издержки незначительны по сравнению с суммой платежа, они делимы, не имеют срока платежа, поскольку сами являются средствами платежа. По ним проценты вообще не выплачиваются или весьма низкие, ведь их назначение – осуществление платежей, а не накопление.

Высоколиквидные депозиты обязательно включаются в широкие деньги, хотя низкая ликвидность некоторых типов депозитов не означает, что они должны быть исключены из агрегата широких денег. Они могут включаться в него ввиду выполнения ими функции накопления. Депозиты в иностранной валюте в странах, где иностранная валюта не принимается в качестве средства платежа, включаются 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, в широкие деньги не входят. Критерием включения в широкие деньги ценных бумаг, выпускаемых банками и небанковскими корпорациями, является возможность их быстрой продажи 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 не относятся к широким деньгам, поскольку подразумевают возвратность средств, а текущие счета предприятий – на том основании, что не могут быть полностью превращены в наличные деньги в силу своего характера.

Наличные деньги, находящиеся у нерезидентов, исключаются 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 исключаются 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

Таблица 16.1. **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	Transferrable 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 дебитовые карточки, акции кредитных союзов, другие средства платежа
Другие депозиты	Other deposits	Депозиты, обмениваемые на наличные деньги с ограничениями
Непередаваемые 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	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, легко обратимые в наличные деньги
Обязательства, выпущенные другими секторами	**Liabilities issued by other sectors**	Денежные обязательства, выпускаемые небанковскими организациями, если таковы существуют
Национальная валюта, выпущенная правительством	National currency issued by government	Наличные деньги, печатаемые министерством финансов
Иностранная валюта	Foreign currency	Иностранная валюта, широко используемая как средство платежа внутри страны
Передаваемые 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. W., IMF, 2000. P. 58.

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.

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 перед остальными экономическими агентами.

Они называются также денежной базой (*monetary base*) или высокоэффективными деньгами (*high-powered money*).

Состав резервных денег варьируется в различных странах. Перечень их основных компонентов приведен в таблице 16.2.

Резервные деньги сами по себе не являются денежным агрегатом, который показывает размеры предложения денег, поскольку они включают как компоненты, входящие в состав широких денег, так и не входящие в их состав. Компоненты, входящие одновременно в резервные и широкие деньги, – это наличная национальная валюта и депозиты в ЦБ, включенные в широкие деньги (обычно депозиты местных органов власти).

Таблица 16.2. **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	Transferrable 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. W.: IMF, 2000. P. 65.

Компоненты резервных денег, исключенные из состава широких денег, – 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, тем самым исключая из мультипликативного процесса. Наличные в сейфах банков также исключаются из денежной массы, ибо не выполняют некоторые функции – не используются как средство расчета и 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 удовлетворения 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.

Органы денежного управления

Резервные деньги создаются специально уполномоченными на то организациями, которые объединяются в собирательное понятие денежных властей.

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

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 в странах, где это разрешено;
- общее финансирование экономики – предоставление кредитов коммерческим банкам и небанковским организациям на осуществление финансирования ими крупномасштабных проектов, имеющих существенное значение для экономики;
- выполнение функции кредитора в последней инстанции – предоставление

чрезвычайной временной финансовой поддержки банкам, находящимся в сложной финансовой ситуации на период преодоления финансовых трудностей;

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

Анализ денежного сектора требует стандартизированного предоставления 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 денежных властей состоит из активов и пассивов, которые по определению должны быть равны друг другу. Отличия бухгалтерского баланса ЦБ от его аналитического баланса заключаются в следующем:

• Первый представляет собой результат транзакций ЦБ, записанных в соответствии с правилами бухгалтерского финансового учета. Второй переклассифицирует значительное количество статей так, что резервные деньги выделяются в пассивах, а различные типы кредита – в активах.

• Первый показывает все статьи на валовой основе (*gross*). Во втором ряд статей – иностранные активы, кредит правительству и прочие статьи – представлены 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 денежных властей представлены в таблице 16.3.

@ *Чистые иностранные активы (net foreign assets)* – выраженная в национальной валюте разность стоимости иностранных активов и пассивов страны, консолидированных в балансе денежных властей.

• Иностранные активы (*foreign assets*) – запасы иностранной валюты, золо-

Таблица 16.3. **Баланс денежных властей**

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

та, резервная позиция в МВФ, запасы СДР. Последние два компонента обычно включаются в активы на базе данных учета МВФ. Иностранная валюта и золото может 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 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 недостаточна 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, а также 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, дисконтируемые ЦБ. Процент, взимаемый ЦБ по своим кредитам банкам, и объем таких кредитов являются важнейшими инструментами кредитной политики. Требования к коммерческим банкам показаны на валовой основе, потому что банки не могут свободно распоряжаться своими депозитами в ЦБ – часть из них предназначена для поддержания резервов на уровне установленной нормы. 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 показаны на валовой основе, а депозиты таких организаций

включаются в кредитные деньги. В большинстве стран это статья либо незначительна, либо отсутствует вообще, поскольку финансирование частного сектора – дело коммерческих, а не центрального банка.

- 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. В числе активов, показываемым здесь, – основные фонды ЦБ (здание, оборудование, базы отдыха и т.п.), прибыль ЦБ; в числе пассивов – капитал ЦБ и его резервы. 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 показаны 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 и движения в них могут сильно искажать изменения в чистых внутренних активах. 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.

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.

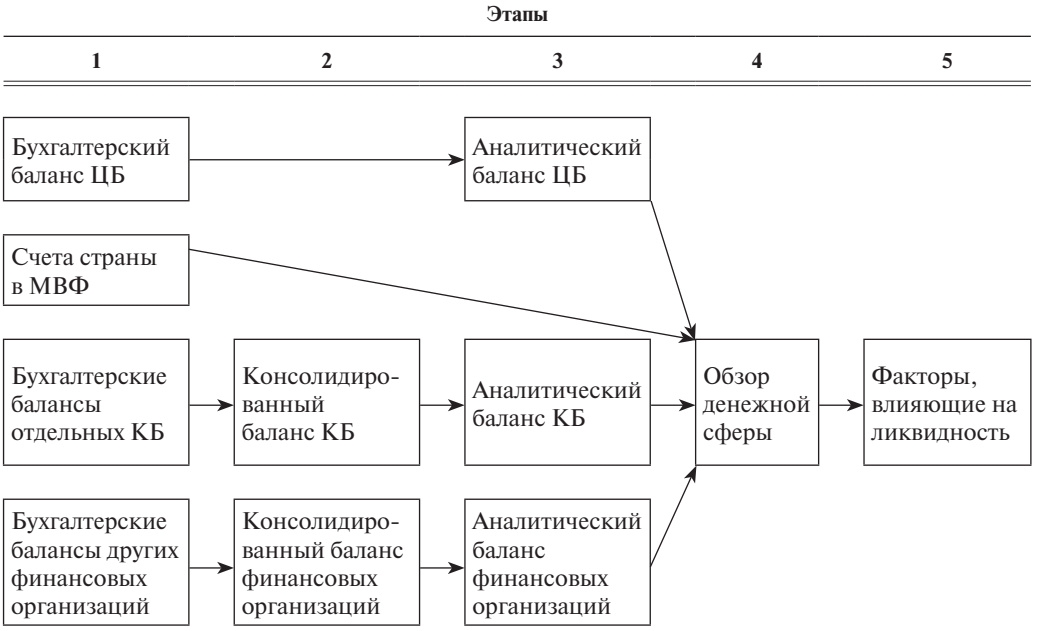
Схематическое представление показывает как исходные (сырые) данные, имеющиеся в распоряжении любого ЦБ и каждого коммерческого банка агрегируются и делаются полезными для макроэкономического анализа (рис. 16.1).

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 выдающие 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 законодательству он является надзирающим органом. Если надзорные функции над прочими финансовыми учреждениями выполняет другой государственный орган (например, министерство торговли или национальная комиссия по ценным бумагам), то ЦБ должен получать от них ежемесячные балансы тех финансовых организаций, которые находятся под их юрисдикцией.

Этап 2. На основе бухгалтерской отчетности статистический, бухгалтерский и исследовательский департаменты ЦБ составляют консолидированный баланс – отдельно для коммерческих банков и для других финансовых организаций – еди-

Рис. 16.1. **Схема составления обзора денежной сферы**



ный баланс, по форме бухгалтерской отчетности принятой в данной стране. Чисто внешне он напоминает баланс индивидуального банка с той только разницей, что каждая его статья представляет сумму аналогичных статей из 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 валовый кредит частному сектору, а также чистые иностранные резервы. Обычно такое аналитическое представление балансов публикуется ЦБ в его ежегодном отчете, помещается на сайт интернета и используется ЦБ для разработки аналитических рекомендаций правительству. В отдельных странах аналитическое представление баланса ЦБ приходится расширить путем добавления данных о распределении СДР – в число иностранных активов – и о движении кредитов МВФ – в число иностранных пассивов ЦБ. Бухгалтерские 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 (ре-

зервы 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. Эти взаимные требования между ЦБ и КБ погашаются и не входят поэтому в предложение денег банковской системой в целом; (б) запасы наличных денег в сейфах ЦБ и КБ также должны исключаться, 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.

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 оценочным изменениям» (*counterpart to valuation changes*).

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. Она показывается в балансе в национальной валюте, тогда как все транзакции по этой статье происходят в иностранных валютах, курс который по отношению к национальной валюте колеблется. Поскольку колебания в балансе носят чисто статистический характер, то 1 млн. долл., приобретенных ЦБ на валютном рынке, остается 1 млн. долл., независимо от того, по какому курсу ($1 = 30 руб. или $1 = 40 руб.) они записываются в баланс ЦБ. Предположим, что в начале года ЦБ приобрел 1 млн. долл. по курсу $1 = 30 руб., в течение года больше долларов не покупал, а курс рубля к концу года упал до $1 = = 40 руб. Очевидно, что в 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)* – 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;
- изменения котировок иностранных ценных бумаг, входящих в состав иностранных активов;
- изменения рыночной стоимости активов и пассивов, деноминированных в национальной валюте.

Изменение второго компонента 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 полагается, 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 включаются в обзор денежной сферы в национальной валюте. Поэтому любые изменения величины ЧИА могут быть результатом изменения размера активов или пассивов в долларах (реальные изменения) или изменения курса национальной валюты к доллару (оценочные изменения). Для анализа происходящих в ЧИА изменений следует их разделить как минимум на четыре компонента:

- рост иностранных активов, который ведет к росту ЧИА;
- рост иностранных пассивов, который ведет к сокращению ЧИА;
- рост курса доллара (падение курса национальной валюты), который ведет к росту в национальной валюте как иностранных активов, так и иностранных пассивов. Если активы больше пассивов – ЧИА растут, в обратном случае – сокращаются;
- одновременное изменение размера активов, пассивов и валютного курса, которое приводит к неоднозначному результату, определяемому относительными размерами активов и пассивов, эластичностью их изменения по валютному курсу, величиной изменения валютного курса.

Если чистые иностранные активы положительны, то вследствие обесценения курса национальной валюты это приводит в соответствии с системой двойной записи к росту статьи оценочных изменений, которая находится в пассиве бухгалтерского баланса. В аналитическом представлении балансов ЦБ и консолидированного баланса КБ в странах с плавающим валютным курсом статья оценочной корректировки показывается в акти-

ве, непосредственно после статьи ЧИА, но с противоположным, обычно отрицательным, знаком.

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 оценочным изменениям (counterpart to valuation changes)* – статья аналитического представления обзора денежной сферы, показывающая величину оценочной корректировки.

Трудности интерпретации и прогнозирования оценочной корректировки возникают при движении реальных и оценочных изменений в противоположных направлениях, при значительных абсолютных величинах иностранных активов или пассивов при существенной модификации курса либо при каком-либо сочетании этих явлений.

Инструменты денежной политики

Анализ денежного сектора включает проверку соответствия проводимой денежной политики ее целям, установленным в законе, а также 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 зачастую 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, основанном на практике центральных банков наиболее развитых стран, например, Европейского центрального банка или Федеральной резервной системы США.

Главными целями денежной политики являются:

- Поддержание стабильности цен. Считается, что в подавляющем большинстве случаев инфляция порождается излишним количеством денег в обращении, и поэтому для любого центрального банка контроль над 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 излишне 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 государственного вмешательства ЦБ в уста-

новление валютного курса, хотя в краткосрочной перспективе денежная политика все же может стимулировать совокупный спрос. Поэтому денежная политика может считаться эффективным экономическим инструментом, которое правительство может использовать по согласованию с ЦБ.

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 отрытом рынке, постоянно действующие механизмы и резервные требования (табл. 16.4).

ЦБ осуществляет денежную политику, взаимодействуя 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.

Вот те критерии, которым должны отвечать организации, осуществляющие финансовые операции:

- Законодательно подпадать и отвечать резервным требованиям ЦБ (поддерживать определенный уровень обязательных резервов в ЦБ и не нарушать его).
- Быть финансово устойчивыми и находиться под пруденциальным надзором ЦБ (отличаться устойчивым ростом, низким уровнем долга, отсутствием неплатежей, соответствовать иным нормам, установленным ЦБ).
- Соответствовать операционным критериям, установленным ЦБ (таким как скорость проведения расчетов, способность проведения 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 за их деятельностью.

@ *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 при необходимом поглощении излишней ликвидности. ЦБ должен защитить 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. 16.5).

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

Активы первого уровня должны соответствовать следующим критериям:

• Они должны быть долговыми инструментами. Наиболее типичные приме-

Таблица 16.4. **Инструменты денежной политики**

Инструмент	Нагнетание ликвидности	Поглощение ликвидности	Срок действия	Частотность	Процедура
I. Операции на открытом рынке (open market operations)					
Операции рефинансирования	Реверсные сделки	—	Две недели	Еженедельно	Стандартный тендер
Долгосрочные операции по рефинансированию	Реверсные сделки	—	Три месяца	Ежемесячно	Стандартные тендер
Операции по тонкой настройке	Реверсные сделки Свопы с иностранной валютой	Реверсные сделки Свопы с иностранной валютой Привлечение краткосрочных депозитов	Не стандартизирован	Нерегулярная	Быстрый тендер Двусторонние процедуры
	Прямые покупки	Прямые продажи	—	Нерегулярная	Двусторонние процедуры
Структурные операции	Реверсные сделки	Выпуск долговых сертификатов	Стандартизирован или нестандартизирован	Регулярная и нерегулярная	Стандартный тендер
	Прямые покупки	Прямые продажи	—	Нерегулярная	Двусторонние процедуры
II. Постоянно действующие механизмы (standing facilities)					
Заемщик 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 Monetary Policy of the ECB, www.ecb.int.

Таблица 16.5. **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

ры – 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 компаниями в этой области. 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 критерием 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.

Активы второго уровня отвечают 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 ЦБ данной страны как финансово прочные. 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.

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, что позволяет 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 несовершенства платежной системы серьезно осложняют проведение денежной политики ЦБ.

Использование тех или иных приемлемых активов при осуществлении операций денежной политики предполагает их наличие на финансовом рынке, т.е. они должны 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.

Большинство стран пользуются системой аукциона с множественными ценами (*multiple-price auction*) для продажи государственных ценных бумаг. Все заявки ранжируются в порядке возрастания, 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 излишние колебания процентных ставок. Поэтому все выигравшие заявки удовлетворяются по запрошенной цене.

Количество государственных ценных бумаг, которое будет продаваться на очередном аукционе, должно быть известно заранее. Практически все страны указывают объем продаж, некоторые устанавливают его минимальную и максимальную величину. Это решение обычно принимается правительством, которое исходит из потребности финансирования бюджета в определенный период времени, по согласованию с ЦБ, оценивающего 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 не рассматриваются; 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 развития финансовых рынков. В большинстве развивающихся стран аукционы проводятся ежемесячно или два раза в месяц; в развитых странах – еженедельно. Правильным считается выставление на аукцион ценных бумаг с примерно одинаковым сроком действия, что позволят сгладить ненужные колебания спроса. Календарь проведения аукционов объявляется раз в год или 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 и составляет обычно несколько часов. Это делается для того, чтобы избежать излишней нервозности инвесторов. Лаг между объявлением результатов и проведением расчетов не может превышать два рабочих дня.

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.

ЦБ по своему усмотрению может объявлять тендеры с фиксированной процентной ставкой. В них 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, по которому они готовы его купить или продать. Тендеры могут проводиться по принципу голландского аукциона, когда удовлетворяются все заявки до уровня заранее объявленной процентной ставки, либо по принципу американского аукциона, при котором процентная ставка варьируется в зависимости от объема 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, участников рынка заранее информируют о проведении ЦБ в следующем году тендеров еженедельно по вторникам. Структурные операции и операции по тонкой настройке обычно проводятся ЦБ без какого то ни было расписания, в моменты, когда необходимо добавить или поглотить ликвидность. О результатах тендера ЦБ сообщает в средствах массовой информации.

Помимо тендеров ЦБ осуществляет двусторонние процедуры путем непосредственных контактов с приемлемыми партнерами или путем купли-продажи ценных бумаг на бирже. Весьма желательно, чтобы расчеты по всем операциям проводились в течение того же рабочего дня, когда та или иная процедура денежной политики была совершена (в крайнем случае – в течение следующего рабочего дня). В развитых денежных системах такие процедуры направлены прежде всего на сглаживание краткосрочных колебаний ликвидности и поэтому так важна быстрота расчетов.

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 отрытом рынке осуществляются в одной из следующих форм – реверсные операции, прямые сделки, выпуск долговых сертификатов и привлечение депозитов.

- *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. 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 отрытом 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 происходят в течение двух-трех недель через стандартный тендер с использование активов первого и второго уровня.
- *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 стремится сообщить о своих намерениях в области денежной политики участникам 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.
- *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, переходит на новые методы налогообложения, осуществляет банковскую реформу или проводит другие структурные реформы, требующие финансовой поддержки, особенно на первом этапе. Ни частота, ни сроки действия таких операций обычно не стандартизируются, они осуществляются через обычные тендеры с использованием активов любого уровня. По сути, этот тип операций на открытом рынке проводится полностью по усмотрению ЦБ, который 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 сроки действия не стандартизированы и осуществляются на основе прямых соглашений между ЦБ и коммерческими банками с использованием активов только первого уровня.

В целях регулирования ликвидности ЦБ может, по своему усмотрению, выпускать долговые сертификаты и продавать их со скидкой от лицевой стоимости на финансовом рынке. Такие сертификаты издаются ЦБ в виде записей на его счетах и продаются все 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.

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

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

где N – номинальное количество долговых сертификатов, r_t – процентная ставка в процентах, D – срок действия долгового сертификата в днях, P_t – стоимость выпускаемых сертификатов.

@ *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 происходит операция своп, ЦБ поглощает/нагнетает ликвидность. Очевидно, что целью такой операции является временное предоставление или поглощение ликвидности с целью 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 $N(\$) = N(Rub) \times F$.

@ *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 поглощения ликвидности. Депозиты могут вноситься только приемлемыми партне-

рами 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.

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 предел процентных 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 процента, выплачиваемого 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 ограничивают частоту прямых интервенций ЦБ на финансовом рынке и делает их более транспарантными. В условиях, когда операции на открытом рынке недостаточно развиты, постоянно действующие механизмы выполняют важную роль долгосрочного финансирования 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 резервов в ЦБ.

@ *Механизм кредитора последней инстанции (lender-of-last-resort facility, LLR)* – финансовое окно ЦБ, предназначенное для предоставление 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 процент-

ную 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, поэтому такие 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 соответствующий залог внесен заблаговременно в ЦБ, которым ЦБ может распоряжаться по своему усмотрению в случае неоплаты банком кредита.

@ *Дисконтный механизм (discount facility)* – предоставление ЦБ постоянного финансирования банкам 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 на 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 – одна 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 ставки 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.
- Нижняя граница процентных ставок – постоянно действующие механизмы финансирования – функционируют по ставкам ниже рыночных и используются только для сообщения участникам финансового рынка нижнего предела процентной ставки, которую ЦБ считает нужным поддерживать.
- 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.

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 поддержания экономического развития (дисконтное окно), функционирования платежной системы (овердрафт), 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 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.

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

Норма минимального резервирования является действенным инструментом денежной политики и выполняет следу-

ющие функции: оказания воздействия на уровень спроса на резервы, предъявляемый банками; стабилизации краткосрочных процентных ставок; сокращения или увеличения массы денег; стабилизации и улучшения предсказуемости денежного мультипликатора.

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 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 поддерживать излишние резервы с тем, 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 явные недостатки с точки рения невозможности быстро реагировать на изменение ситуации с ликвидностью в экономике.

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. Она 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 того, что неожиданный отток 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 требования 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, поскольку по этим депозитам

они будут вынуждены поддерживать большие резервы.

@ *Период поддержания резервов (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, их запасы 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 период поддержания резервов, тогда как по резервам банков, превышающим размер обязательных, ЦБ процент не выплачивает. 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 является разновидностью 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, ЦБ накладывает санкции. Чаще всего это штраф, исчисляемый как надбавка (до 5 процентных пунктов) на уровень существующей ставки кредитования, которая применяется к размеру требования обязательного финансирования, неподдерживаемого банком. 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.

Программирование 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 неприменима – 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 уровня инфляции, реального ВВП и процентной ставки. Такой подход основан на том, что эти три детерминанты в той или иной форме входят в основополагающие экономические теории спроса на деньги. Грубо говоря, таковых теорий

[1] Mishkin Frederic S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 6th ed. Boston: Addison Wesley, 2001.

две – количественная теория (включающая классический, кембриджский и монетаристской варианты) и теория предпочтения ликвидности (включающие кейнсианский и неокейнсианский варианты). На ставя задачу сколько-нибудь подробного изложения каждой из этих теорий, напомним их основные положения.

Известная с конца XVIII века и упомянутая еще английским экономистом и философом Ричардом Кантиллоном (Richard Cantillon, 1680?–1734), количественная теория впервые была формализована американским экономистом и статистиком Ирвином Фишером (Irvin Fisher) в 1911 г. Количественная теория предложения денег продолжает и по сей день оставаться весьма эффективным инструментом прикладного экономического анализа (табл. 16.6).

Количественная теория отвечает на вопрос – какое количество денег необходимо для обслуживания количества транзакций, происходящих в экономике в определенный период. Ответ содержится в формуле

$$MV = Py,$$

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

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

Основные положения теории:

- Спрос на деньги определяется объемом номинального ВВП (y), т.е. количеством транзакций, осуществляемых каждый год для обслуживания генерируемого за этот год номинального дохода.
- Спрос на деньги определяется также скоростью обращения денег (V), которая может считаться постоянной, хотя и зависит от институциональных черт экономики (распространенности безналичных платежей, кредитных карточек и т.п.).
- Цены в экономике растут пропорционально росту предложения денег. Поскольку полагается, 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 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, поскольку V – константа, $1/V = k$ – также константа, и что в условиях равновесия $M^d = M^s$, можно получить уравнение спроса на деньги, которое используется в практических целях

$$M^d = \frac{Py}{V} = kPy.$$

Очевидно, что для оценки спроса на реальные деньги, т.е. количество товаров и услуг, которое можно купить за деньги, обе стороны этого равнства надо просто разделить на P.

$$\frac{M^d}{P} = \frac{1}{V} \times y = k \times y.$$

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 воздействие на изменение реального ВВП, поскольку такие колебания влияют на совокупный спрос.

Основоположниками кембриджской теории стали выдающиеся английские экономисты, преподававшие в Кембриджском университете, Альфред Маршалл и Артур Пигу.

Исходные допущения: люди держат деньги и предъявляют спрос на них для оплаты транзакций и в целях накопления; берется полная занятость; 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 объема транзакций и от уровня благосостояния. Оба эти компонента пропорциональны номинальному доходу.
- Спрос на деньги зависит от процентной ставки. Уровень благосостояния людей влияет на спрос на деньги. Уровень их спроса 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.

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 спроса на деньги – теория предпочтения ликвидности. Спрос на реальные деньги – это функция процентной ставки и номинального дохода. Транзакционный и предупреждающий спрос на деньги пропорционален 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 теории:

- 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 пропорциональны 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.

$$\frac{M^d}{P} = \oint(i, y).$$

Чтобы убедиться, что, по Кейнсу, скорость обращения денег (V) непостоянна, достаточно перевернуть это равенство, помножить обе стороны на y и вспомнить, что $V = \frac{Py}{M^s}$ и что в равновесии на денежном рынке $M^d = M^s$. Тогда формулу можно переписать следующим образом

$$V = \frac{y}{\oint(i, y)}.$$

Поскольку спрос на деньги обратно пропорционален уровню процентной ставки, рост i приводит к падению $\oint(i, y)$, который, находясь в знаменателе дроби, приводит к росту V, т.е. рост процента ведет к росту скорости обращения денег. Так как процент колеблется и весьма 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: 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 удалось преодолеть слабости кейнсианского подхода к анализу спроса на деньги американским экономистам Вильяму Баумолу и Джеймсу Тобину, которые в 1950-х годах независимо друг от друга разработали модель спроса на деньги в рамках так называемого «инвентарного подхода»[1]. Смысл неокейнсианского подхода заключается в том, что спрос на деньги во всех трех целях – транзакционных, предупреждающих и спекулятивных – обратно пропорционален процентной ставке.

Монетаристкая теория отличается от количественной и кейнсианской, хотя основоположник монетаризма, американский экономист Милтон Фридман считал себя последователем Ирвина Фишера и количественной теории, но многие черты его подхода ближе к кейнсианцам[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.

---

[1] Baumol William J. The Transaction Demand for Cash: an Inventory Theoretic Approach // Quarterly Journal of Economics. Vol. 66. November 1952. P. 545–56.

Tobin James. The Interest Elasticity of the Transaction Demand for Cash // Review of Economics and Statistics. Vol. 38. August 1956. P. 241–47.

[2] Friedman Milton. Studies in the quantity theory of money. Chicago: University of Chicago Press, 1956 (см. главу: The Quantity Theory of Money: A Restatement).

Таблица 16.6. **Основные теории спроса на деньги**

Теория	Авторы	Формула спроса на реальные деньги	Спрос на деньги зависит от	Цели спроса на деньги	Скорость обращения денег, V	Влияние предложения денег на ВВП
Классическая (количественная теория)	I. Fisher	$\frac{M^d}{P} = \frac{1}{V} \times y$	Реального дохода	Транзакционные	Постоянна и предсказуема	Предложение денег определяет рост ВВП
	A. Marshall A. Pigou (Кембриджский подход)	$\frac{M^d}{P} = \frac{1}{V} \times y$	Реального дохода Процентной ставки	Транзакционные Сбережения	Постоянна и предсказуема	Предложение денег определяет рост ВВП
Кейнсианская (теория предпочтения ликвидности)	J. Keynes	$\frac{M^d}{P} = \oint\limits_{-\ +}(i, y)$	Реального дохода Процентной ставки	Транзакционные Предупреждающие Спекулятивные	Непостоянна и непредсказуема	Предложение денег влияет на рост ВВП наряду с другими факторами
	W. Baumol, J. Tobin	$\frac{M^d}{P} = \oint\limits_{-\ +}(i, y)$	Реального дохода Процентной ставки	Транзакционные Предупреждающие Спекулятивные	Непостоянна и непредсказуема	Предложение денег влияет на рост ВВП наряду с другими факторами
Монетаристская	M. Friedman	$\frac{M^d}{P} = \oint(y_p, \frac{i_e}{i_m}, \frac{\pi_e}{i_m})$	Постоянной части реального дохода, Y_p Ожидаемых: процента на неденежные активы, i_e темпа инфляции, B_e процента на деньги, i_m	Не имеют значения	Непостоянна, но предсказуема	Предложение денег определяет рост ВВП

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 совокупных расходов, и следовательно, роста ВВП. Для обеспечения стабильного роста ВВП, предложение денег должно расти также стабильным темпом.

Если считать, что альтернативная стоимость денег – это тоже разновидности процентной ставки, алгебраически монетаристскую теорию спроса на деньги можно записать так, что она будет похожа одновременно и на кембриджскую количественную теорию и на кейнсианскую теорию, т.е.

$$\frac{M^d}{P} = \oint(i, y_p).$$

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; что процентные ставки оказывают незначительное воздействие на спрос на деньги; что цели спроса на деньги значения не имеют; что функция спроса на деньги относительно постоянна и что рост предложения денег является критически важным для стабильного роста ВВП. Являясь современной разновидностью количественной теории, монетаризм все же отличается от кембриджской количественной теории тем, что полагает, что спрос на деньги зависит только от постоянного, а не от всего дохода; что цели спроса на деньги значения не имеют; что процентная ставка большого значения не имеет.

Слабости монетаристской теории заключаются трудностях ее квантификации: 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.).

На практике используются вычисляемые модели спроса на деньги, в основу которых положены следующие принципы:

- 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 спроса на деньги 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 другие переменные – номинальный ВВП и скорость обращения денег в предыдущий период. По сути, она предполагает прямую пропорциональность Y и спроса на деньги при постоянной скорости их обращения.

$$M^d = \frac{Y}{V} = \frac{y \times P}{V},$$

где $Y = y \times P$ – номинальный уровень дохода и V – постоянная скорость обращения денег. Соответственно, все, что требуется для осуществления программирования предложения денег в среднесрочной перспективе – это оценить уровень номинального дохода. Полагая скорость обращения неизменной и равной скорости обращения денег в прошлом году, 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 ВВП; если деньги воспринимаются в стране как актив, то лучше использовать показатель благосостояния, такой как валовый национальный доход. На практике, однако, номинальный ВВП нередко используется в обоих случаях.

ВВП – это поток (*flow*), тогда как спрос на деньги – запас (*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 $$V_1^t = \frac{\sum_{i=t-3}^{t} Y_i}{\sum_{i=t-4}^{t} M_i / 4}.$$

б. ВВП как сумма четырех кварталов, деленная на запас денег на конец года $$V_2^t = \frac{\sum_{i=t-3}^{t} Y_t}{M_t}.$$

в. ВВП за один квартал умноженный на 4, деленный на запас денег на конец года $$V_3^t = \frac{Y_t \times 4}{M_t}.$$

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 уровне денежной массы (а) приведет к более высокому прогнозу предложения денег, по сравнению с оценкой скорости обращения, основанной на запасе денег на конец периода (б). 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 не достаточным, условием и не всегда означает предсказуемость, нестационарность однозначно значит 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 нельзя.
- 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 зависят от политических мотивов, их невозможно предсказать, используя экономические методы.
- На спрос на деньги влияет множество других факторов, не улавливаемых количественной теорией вообще, прежде всего процент, который

держатель денег может получить при их вложении в альтернативные активы. А также оценка риска владения деньгами 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.

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. По среднему значению запаса денег

$$M^{end} = 2M^{average} - M^{beginning}.$$

Ни одна из других теорий спроса на деньги не выдержала полностью проверку временем и эмпирическими методами, поскольку их отдельные элементы невозможно квантифицировать. Например, в кейнсианской теории невозможно количественно определить какая часть денег держится 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 функциональная модель – своеобразный гибрид, который обобщает основные черты классической, кейнсианской и монетаристской теорий. Это следующие черты:

- *Уровень цен (P)*. Спрос на деньги пропорционален уровню цен. Чем выше инфляция и чем быстрее растут цены, тем больше денег необходимо, чтобы обслуживать экономику.
- *Реальный ВВП (y)*. Спрос на деньги находится в прямой функциональной зависимости, но необязательно 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 необязательно 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. 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 счи-

тают, что товары, которые могут служить способом сбережения, подорожают в ближайшем будущем, спрос на деньги возрастет.

- *Курс национальной валюты*, 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:

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

Соответственно, исключив из роста широких денег рост цен, получим формулу *реального* спроса на деньги:

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

В аналитических целях эти формулы можно несколько развить, показав, что номинальная процентная ставка i состоит из реальной процентной ставки i_r и ожидаемого темпа инфляции B_e, т.е. $i = i_r + \pi_e$, или

$$\frac{M^d}{P} = \oint(y,i_r + \pi_e,r).$$

Из этого уравнения 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.

Разумеется, теория признает, что уровень спроса на деньги также зависит от множества других параметров, таких как уровень благосостояния страны, сравнительный риск хранения сбережений в деньгах и в альтернативных неденежных активах, степень ликвидности альтернативных активов, уровня развития платежных технологий. Этот список можно легко продолжить (табл. 16.7). Однако воздействие ни одного из этих факторов невозможно сколько-нибудь точно оценить с помощью эконометрических методов и поэтому в лучшем случае влияние всех из них 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.

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 этих компонентов 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

Таблица 16.7. **Факторы, определяющие спрос на деньги**

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

изменению каждого из определяющих его факторов (Ф) при условии неизменности остальных факторов. Ее формула такова:

$$E = \frac{\dfrac{\Delta M^d}{M}}{\dfrac{\Delta \Phi}{\Phi}}.$$

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 оцениваются следующие эластичности (табл. 16.8).

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 считать линейно гомогенной функцией уровня цен.

Эластичность спроса на деньги по отношению к реальному доходу в подавля-

Таблица 16.8. **Типы эластичности спроса на деньги**

Тип эластичности	Формула	Диапазон значений
По уровню цен	$\varepsilon_{M^d P} = \frac{\partial M^d}{\partial P} \times \frac{P}{M^d}$	$\lvert\varepsilon_{M^d P}\rvert \approx 1$
По реальному ВВП	$\varepsilon_{M^d y} = \frac{\partial M^d}{\partial y} \times \frac{y}{M^d}$	$0 < \lvert\varepsilon_{M^d y}\rvert < 2$
По проценту на неденежные активы	$\varepsilon_{M^d i_n} = \frac{\partial M^d}{\partial i_n} \times \frac{i_n}{M^d}$	$0 < \lvert\varepsilon_{M^d i_n}\rvert < 1$
По проценту на деньги	$\varepsilon_{M^d i_m} = \frac{\partial M^d}{\partial i_m} \times \frac{i_m}{M^d}$	$\lvert\varepsilon_{M^d i_m}\rvert \approx 0$

ющем 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%.

Эластичность спроса на деньги по отношению к процентной ставке на неденежные активы в большинстве стран составляет небольшую 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 деньги (депозиты до востребования), поскольку уровень такого процента незначителен. Им можно пренебречь. Оценки эластичности спроса на деньги по изменению валютного курса и по ожидаемой инфляции товарных цен обычно специфичны для каждой конкретной страны.

Наконец в практических целях активно используются эконометрические модели спроса на деньги. Эмпирическому моделированию спроса на деньги посвящена значительная эконометрическая литература. Наиболее глубокие исследования сделаны Н. Эрикссоном, экономистом Федеральной резервной системы США[1], и Д. Хендри, профессором Оксфордского университета[2], на примере Великобритании и США, 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 – ненаблюдаемый спрос на деньги равен их предложению. Спрос на деньги, необходимый для оценки функции спроса на них, ненаблюдаем. Существующая статистика запасов денег на конец периода, почерпанная 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

[1] Ericsson N.R. Empirical modeling of money demand // Empirical Economics, 1998, No. 23. P. 295–215.

[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.

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 откланяться 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 приведены рекомендации и проблемы, требующие специального внимания именно при моделировании спроса на деньги.

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 общая формулировка следующая:

$$M^d = \oint(P, y, i_m, i_n, \pi_e, r_e),$$

где M^d – спрос на деньги, P – уровень цен, y – 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 и r_e, если курс падает, но убывать по i_n, π_e и r_e, если курс растет.

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 неаддитивных функций, но не позволяет работать с переменными, которые могут принимать отрицательные значения. Поэтому переменные в 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

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

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

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

где $\frac{M^d}{P} = M^d$, поскольку предполагается $P = 1$, т.е. спрос на деньги пропорционален уровню цен. Следовательно, $P = 0$, поскольку $ln1 = 0$, т.е. 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 $\alpha_3 = -\alpha_4$, т.е. коэффициенты на процентную ставку по денежным и неденежным активам равны, но имеют противоположный знак. В этом случае $\alpha_{3,4}(i^m - i^n)$, где разность процентных ставок в скобках может быть экономически интерпретирована как альтернативная стоимость денег.

Формула говорит, что спрос на реальные деньги прямо пропорционален уровню дохода и собственной процентной ставке и обратно пропорционален доходу на альтернативные деньгам активы, ожидаемому уровню инфляции и росту валютного курса.

Поскольку в левой части уравнения довольно много независимых переменных, часть которых не важна в условиях конкретной страны, следует спецификацию модели осуществлять 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 в дифференцировании для достижения стационарности, к переменным типа I(0), не нуждающимся в таком дифференцировании, 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.

Спецификация динамической модели спроса на деньги вносит временной элемент в ее оценку и позволяет точнее уловить исторический тренд. Введение динамической спецификации предполагает необходимость выбора между моделями частичной корректировки и корректировки ошибок.

@ *Модель частичной корректировки, МЧК (partial adjustment model, PAM)* – расширение стандартной модели спроса на деньга за счет введения различия между действительным и желаемым объемом денег и механизма достижения желаемого объема денег.

Представляя действительный спрос на деньги в период t как m_t^d, желаемый запас денег в долгосрочной перспективе как m_t^{d*}, 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

$$m_t^* = \alpha_0 + \alpha_2 y_t + \alpha_3 i_t + \varepsilon.$$

Если денежный рынок изначально находится в 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 спросы на деньги вновь совпадут, и равновесие на денежном рынке восстановится. Считается, что экономические агенты, производя изменения в спросе на деньги, минимизируют свои издержки по корректировке и другие издержки, 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, т.е. $\min(m_t - m_{t-1})^2$. 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, т.е. $\min(m_t - m_t^*)^2$.

Логика МЧК такова, что держатели денег несут изержки по корректировке портфелей своих активов. Поэтому корректировка действительного спроса на деньги к желаемому происходит только частично, т.е.

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

где d – коэффициент частичной корректировки ($0 < d < 1$).

Поставляя значение m_t^*, можно получить следующее развернутое уравнение МЧК спроса на деньги

$$m_t = d\alpha_0 + (1 - d)m_{t-1} + d\alpha_1 y_t + d\alpha_2 i_t.$$

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

α_1 – долгосрочная эластичность спроса на деньги по отношению к доходу. В развитых странах она составляет порядка 0,6;

$d\alpha_1$ – краткосрочная эластичность спроса на деньги по отношению к доходу. В развитых странах она составляет порядка 0,1;

α_2 – долгосрочная эластичность спроса на деньги по отношению к альтернативной стоимости денег. В развитых странах она составляет порядка –0,3;

$d\alpha_2$ – 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 доходу при этом ($0 < 1 - d < 1$).

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

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

Данное уравнение специфицировано как спрос на реальные деньги. В логарифмической форме это 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. Тогда лаговый термин специфицируется как $m_{t-1} = M_{t-1} - P_t$. Развернутая МЧК спроса на деньги учитывает все компоненты альтернативной стоимости денег и может быть записана следующим образом:

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

Это наиболее общая формулировка. Если $\beta_5 = 0$, то это уравнение превращается в МЧК спроса на реальные деньги; если $\beta_5 = -\beta_1$, оно 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 оно определяет большую часть объясняющей способности оцененного уравнения. Динамическая структура МЧК примитивна, ограничена одним лагом, одной независимой переменной и опуска-

ет лаговые значения других независимых переменных, что может привести к неверной спецификации в результате пропуска экономически значимых значений независимых переменных. Наконец, низкие значения краткосрочных эластичностей по сравнению с долгосрочными говорят 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, МКО (*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.

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

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

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, δ – долгосрочная эластичность спроса на деньги по процентной ставке, γ – коэффициент скорости восстановления равновесия. Для оценки используется процедура Йохансена по определению коинтеграции между переменными в наиболее общей формулировке спроса на деньги.

Важнейший этап эконометрического моделирования спроса на деньги заключается в правильном выборе переменных, практически в ответе на вопрос – чем именно 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. 16.9).

Переменная спроса на деньги (money demand variable, M^d) обычно интерпретируется как спрос 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, выбираются деньги (наличные в обращении + депозиты до востребования), т.к. 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 теснее связаны с номинальным доходом, чем резервные деньги. В практике некоторых ЦБ (Канады, Германии, Японии, Швейцарии и др.) в качестве показателя спроса на деньги также используется денежный индекс («дивизия»), взвешивающий отдельные компоненты по степени их ликвидности,

Таблица 16.9. **Переменные в функции спроса на деньги**

Агрегат	Чем измеряется
Спрос на деньги	Резервные деньги (МО) Деньги (Ml) Широкие деньги (М2) 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) Валовый национальный продукт Валовый национальный доход Потребление Личный располагаемый доход Абсорбция (потребление + инвестиции) Индекс промышленного производства
Доход на деньги	Процент по депозитам до востребования Доходна 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 (LIBOR) Темп обесценения национальной валюты
Ожидаемая инфляция	Номинальные процентные ставки Текущая инфляция Адаптивные и рациональные ожидания инфляции Цены фьючерсных и форвардных сделок
Ожидаемое изменение валютного курса	Курс фьючерсных и форвардных контр актов на валюту Параллельный валютный курс Дифференциал национальных и иностранных процентных ставок Движущееся взвешенное среднее значение валютного курса

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 или просто 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, что 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 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 сломах надо знать до начала эконометрического анализа и моделировать их отдельно, например, с помощью введения в уравнения фиктивных переменных (*dummy variables*) в тот период, когда ЦБ изменил состав того или иного денежного агрегата.

Уровень цен, P – эта независимая переменная применяется, если оценивается номинальный спрос на деньги, но может быть опущена 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 совпадает 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 присутствует в явной форме в числе факторов его определяющих. 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 инфляций. В терминах системы национальных счетов, уровень цен – запас на определенную дату, тогда как инфляция – поток 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 приемлемого статистического показателя благосостояния, который был бы наиболее подходящей переменной масштаба при использовании монетаристской теории и который является в статистическом смысле запасом (*stock*), не существует. Только статистика США и Великобритании располагает достаточно длинными сериями данных об уровне богатства, как факторе измерения благосостояния. В других странах, где отсутствует показатель 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, однако, служить показатель дохода (валовый национальный продукт, валовый 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 неправильно, поскольку ВВП – показатель производства, а не дохода; доход, как было показано в разделе по программированию реального сектора, 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 (*flow*) и рассчитывается во всех странах на ежегодной, а во многих странах – на ежеквартальной основе, что также делает его наиболее удобным кандидатом 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 соответствующего показателя дохода просто не существует. В этих случаях его нередко заменяют индексом промышленного производства, который, однако, хотя и рассчитывается ежемесячно, может быть использован лишь с большими оговорками в силу отсутствия чего-либо лучшего.

Доход на деньги, (i_m) – чаще всего это процент, выплачиваемый по депозитам до востребования, поскольку по наличным деньгам процент не платится. В большинстве стран этот показатель принимается равным нулю и просто опускается из уравнения. Однако такое простое решение неприменимо 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, и депозитным сертификатам и чековым счетам, включенным в M2. Введение финансовых инноваций, особенно в связи с созданием новых финансовых инструментов, обычно сопровождается на первом этапе обещаниями и даже 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 специфицировать – выбрать тот показатель дохода, который наиболее репрезентативен в данной стране.

Доход на неденежные активы (i_n) – широкое понятие, когда 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 облигациями или процент по сберегательным депозитам, поскольку эти два денежных инструмента являются наиболее близкими

субститутами наличных денег. При более широком походе в число доходов на внутренние активы включаются доходы на рынке акций, доходы по долгосрочным правительственным облигациями, или корпоративным облигациям. Иногда используется оценка разброса доходов (*yield spreads*) по различным неденежным активам (например, разность максимального и минимального дохода), нежели непосредственно уровень дохода, например, процентных ставок на том основании, что спрос на широкие деньги находится под влиянием относительного, а не абсолютного, уровня по альтернативным активам. 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 партнерах (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, которое в числе прочих форм может содержаться в виде товаров. Поэтому ожидаемое изменение цены товаров изменяет оценку стоимости богатства в целом и, следовательно, влияет на спрос на деньги. 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 правительством или изменяться в соответствии с установленными им правилами, не отражая тем самым спрос и предложение на них; в некоторых мусульманских странах 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 инфляции (функция Кагана).

Статистическими 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 требуется больше национальной валюты для приобретения прежнего количества иностранной валюты, за которую можно купить соответствующие финансовые активы за рубежом. Статис-

тически 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; экстраполяцией движущегося взвешенного среднего значения текущего валютного курса. В качестве ожидаемого значения валютного курса можно также использовать как его номинальный уровень, так и индекс валютного курса, такой как номинальный или реальный эффективный валютный курс.

Переменные i_m, i_n, π_e, r_e предназначены для измерения альтернативной стоимости денег. Разности ($i_n - i_m$) или ($\pi_e - i_m$) могут интерпретироваться как такая 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.

Программирование предложения денег

Размеры предложения денег в экономике зависят от проводимой денежной политики и от степени контроля со стороны ЦБ за каждым из этапов трансмиссионного механизма этой политики. Этот механизм связывает процесс создания резервных денег ЦБ с наиболее широким денежным агрегатом, которым считается предложение денег в данной стране.

@ *Предложение денег (money supply)* – количество денег в экономике в соответствии с наиболее широким определением, принятым в данной стране.

Конечные цели денежной политики совпадают с целями макроэкономической политики правительства – достижение высоких темпов экономического роста в условиях контролируемой инфляции и низкой безработицы. Трансмиссионный механизм денежной политики с помощью имеющихся в распоряжении ЦБ инструментов можно представить в виде упрощенной количественной теории денег.

Резервные деньги, создаваемые ЦБ, связаны с предложением широких денег через денежный мультипликатор. Функцию предложения денег можно записать следующим образом

$$RM \times m = M,$$

где RM – резервные деньги, m – мультипликатор, M – широкие деньги. В свою очередь широкие деньги связаны с рыночной стоимостью производства, которое они обслуживают как

$$M \times V = Y \times P,$$

где V – скорость обращения денег, Y – реальный ВВП, P – дефлятор. Тем самым, соединив эти две формулы, трансмиссионный механизм денежной политики выглядит следующим образом

$$Y = \frac{RM \times m \times V}{P}.$$

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. 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.

Денежная политика обычно преследует набор 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. 16.10).

- *Операционные цели (operating targets)* – денежные показатели, находящиеся под непосредственным контролем ЦБ, на которые ЦБ 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.

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 им контролируется. Тем не менее контроль над резервными деньгами является первичным 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, которые он контролирует в той степени, в какой ЦБ в состоянии повлиять на принятие решений о предоставлении кредита правительству.

Контрольные показатели, соблюдение которых гарантирует поддержание намеченного размера резервных денег, устанавливаются обычно поквартально и рассматриваются как верхний предел. Однако в странах с плавающим валютным курсом контрольный показатель по резервным активам чаще всего считается нижним пределом. Этот предел должен сбалансировано 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 поквартально или на конец года. Такой показатель рассматривается как верхний предел, поскольку рост объема широких денег должен соот-

Таблица 16.10. **Трансмиссионный механизм денежной политики**

Тип цели	Цель		Операционный критерий		
	Первичная	Вторичная	Контрольный показатель	Степень контролируемости ЦБ	Предсказуемость воздействия на цель
Конечная	Рост реального ВВП		Годовой/квартальный	Низкая	Средняя
	Сокращение инфляции		Месячный/квартальный/годовой	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		Квартальный	Средняя	Средняя
	Процентная ставка	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

ветствовать росту номинального ВВП и не приводить к чрезмерному разбуханию его инфляционного компонента за пределы фиксированной инфляционной цели.

Возможно также установление контрольных показателей на отдельные компоненты широких денег, которые представляют особую важность для макроэкономического развития, – чистые внутренние активы банковской системы и кредит частному сектору. Сложность заключается в том, что цели контроля за чистыми внутренними активами банковской системы совпадают с целями контроля за широкими деньгами в целом, а именно поддержанием уровня роста денег в определенных рамках, а потому они фиксируются как квартальный или годовой верхний предел. В то время как контрольный показатель по другому важнейшему компоненту широких денег – кредиту частному сектору – устанавливается как нижний квартальный или годовой предел. Этот показатель исчисляется как остаточная категория, и темп его роста в постоянных ценах должен соответствовать росту реального ВВП, иначе нехватка кредита частному сектору окажет отрицательное воздействие на экономический рост.

Степень контроля ЦБ над каждым из этих показателей весьма низкая. Чистые внутренние активы банковской системы, состоящие из чистых внутренних активов ЦБ и банков, могут считаться контролируемыми ЦБ в той степени в какой он, во-первых, сам в состоянии контролировать свои внутренние активы, что критически зависит от системы валютного курса и политики правительства по финансированию бюджета, и, во-вторых, от степени его влияния на кредитную политику банков. Степень контроля 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, где ЦБ может влиять на кредитную политику банков только косвенно.

Соответственно воздействие изменений в промежуточном денежном агрегате на конечную цель может быть предсказано только как общая тенденция и только в очень редких случаях стабильных взаимоотношений между макроэкономическими переменными может быть оценено количественно. Любые числовые показатели, установленные как цели по кредиту частному сектору и чистым внутренним активам 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 соблюдаться.

- *Конечные цели (ultimate target)* – определенные в законе конечные цели макроэкономической политики (реальный рост, сокращение 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 поведение мультипликатора непредсказуемо, денежная политика в лучшем случае должна не противоречить и по возможности соответствовать макроэкономическим целям. Своей политикой ЦБ может оказывать наибольшее влияние на цены и валютный курс, что нашло отражение в применяемой многими странами политике ценового нацеливания. Значительно меньшее воздействие денежная политика может оказывать на реальный рост.

Предложение широких денег зависит от факторов как находящихся под контролем ЦБ, так и 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. Таких основных правила четыре.

- *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 на примерно такой же процент ежегодно. Он разработан и обоснован Милтоном Фридманом на основе огромного эмпирического материала в конце 1950-х гг. 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 темпа роста реального ВВП, то во втором – рост номинального ВВП, рассчитанный методами, не включающими денежную массу, определяет необходимый рост денежной массы. Скажем, если рост номинального ВВП прогнозируется в 10% в год, 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 рост 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-процентным ростом денежной массы ($1{,}10 = 1{,}05 \times 1{,}047 = 1{,}10$), 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 уровня цен (price level rule)* – рост предложения денег должен соответствовать цели поддержания цен на определенном уровне.

В соответствии с этим правилом, ЦБ должен устанавливать уровень инфляции, который желательно поддерживать в экономике в целом в среднесрочной перспективе. Соответственно, если инфляция прогнозировалась на уровне 10% в год, а реально оказалась 15%, ЦБ, используя инструменты денежной политики, должен сократить предложение денег.

- *Правило номинальной фиксации (nominal fixing rule)* – поддержание процент-

ной 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, чтобы обеспечить поддержание денежной массы на определенном 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 (1,4/1,1 = 1,27), на 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:

- Денежная политика осуществляется 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 критически 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 перейдет в рост реального ВВП, а какая приведет к простому увеличению цен безо всякого эффекта для производства.
- Скорость обращения денег в большинстве стран нестабильна и зависит от причин, находящихся вне контроля властей, и поэтому связь денежной политики с достижением основной цели экономического роста размывается.

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 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: постоянного темпа роста денежной массы; соответствия росту номинального ВВП; поддержания определенного уровня цен; и номинальной фиксации процентной ставки и денежной массы на определенном уровне. В практических целях программирования обычно используется правило соответствия росту номинальному ВВП.

Резервные деньги

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. Со стороны предложения денег колебания резервных денег возникают в результате изменения чистых резервных активов ЦБ, чистого кредита правительству, кредита банкам и государственным предприятиями и прочих чистых активов. Со стороны 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 степени контроля ЦБ за движением резервных денег. Практически во всех странах ЦБ не может полностью их контролировать. 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, необходимых 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 мо-

жет получать займы в ЦБ лишь с его согласия, степень контроля ЦБ над резервными деньгами выше.

Степень контроля ЦБ над резервными деньгами зависит от его способности контролировать отдельные их компоненты и должна оцениваться исходя из относительного вклада каждого из них 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 является резервными деньгами.

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

$$\Delta RM = \Delta NFA + \Delta NDA,$$

где RM – резервные деньги, NFA – чистые иностранные активы и NDA – чистые внутренние активы. Учитывая, что чистые внутренние активы состоят из чистого кредита правительству (*net credit to government*, *NCG*), кредита банкам (*credit to banks*, *CB*) и 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

$$\Delta RM = \Delta NFA + \Delta NCG + \Delta CB + \\ + \Delta CPE + \Delta OIN.$$

Данное равенство можно выразить в виде темпа роста и взвесить по общему знаменателю, каким в данном случае являются резервные деньги в предыдущий период, разделив каждую из переменных на RM_{t-1}

$$\frac{\Delta RM_t}{RM_{t-1}} = \frac{\Delta NFA_t}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta NCG}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta CB}{RM_{t-1}} + \\ + \frac{\Delta CPE}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta OIN}{RM_{t-1}}.$$

Формула говорит, что изменение в резервных деньгах 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, которое не контролируется 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 не зависят от ЦБ, поскольку при плавающем валютном курсе ЦБ не осуществляет частых валютных интервенций в короткий промежуток времени. 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 на-

личии 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 ЦБ возникают преимущественно в результате интервенций ЦБ на валютном рынке для сглаживания колебаний ликвидности. Такие колебания критически зависят от межстранового движения краткосрочного капитала, который, в свою очередь, реагирует на три основных фактора – дифференциал процентных ставок, ожидания изменения валютного курса и изменения в оценке странового риска. Если дифференциал процентных ставок можно предвидеть на очень краткосрочную перспективу, 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, поскольку 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 по правительственным счетам 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 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 основывается 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. Однако в оценке спроса на наличные присутствует множество факторов, которые

в большей степени требуют принятия определенных решений, нежели осуществления 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 в изменении 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 них отражаются временные разрывы в получении и отсылке платежей (*payment float*), что особенно характерно для стран 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. В практических целях – это только кредитование ЦБ коммерческих банков и проведение им операций на открытом рынке.

В таблице 16.11 показаны основные операции, которые может проводить ЦБ, чтобы контролировать предложение 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. В качестве иллюстрации 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, ЦБ 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 растут 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 эту же сумму, которая одновременно добавляется на счет этого банка в ЦБ, чем

Таблица 16.11. **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 Наличые деньги +100	
Предоставление займов правительству	Минимальный	Ценные бумаги +100	Наличные +100			Наличные +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 Наличые деньги –100	
Получение государственных депозитов	Минимальный		Резервы –100 Депозиты правительства +100	Резервы –100	Депозиты правительства –100	Депозит в банке –100 Депозит в ЦБ +100	
Получение иностранных депозитов	Минимальный		Резервы –100 Иностранные депозиты +100	Резервы –100	Иностранные депозиты –100		

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. Разница между покупкой ценных бумаг у банков и не банков заключается в источнике роста резервных денег: при покупке у банков рост резервных денег происходит из-за увеличения размера банковских резервов ЦБ, а при покупке у не банков – из-за увеличения количества наличных денег в обращении. Результат, тем не менее, один и тот же – покупка ценных бумаг увеличивает объем резервных денег.

- *Финансирование правительственных расходов*. Для финансирования своих расходов правительство может занять деньги в ЦБ. Такой заем принимает 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, т.е. 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, т.е. 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, возрастает.

- *Кредитование государственных предприятий*. Эффект от этой операции для резервных денег такой же, как и при кредитовании банков. Если кредит предоставляется ЦБ 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 наличных 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, т.е. банковские проводки, которые не закончены к концу отчетного периода.

В таблице 16.11 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, 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, как и сокращаются депозиты в пассивах. В результате предложение резервных денег также уменьшается.

- *Продажа Центральным банком ценных бумаг на открытом рынке (open market sale)*. Продажа ЦБ части своих запасов государственных ценных бумаг на открытом рынке сокращает ликвидность либо банков, либо небанковских организаций в зависимости от того, кто является покупателем. Банки чаще всего расплачиваются с ЦБ со своего резервного счета, что сокращает объем резервных денег путем уменьшения резервов банков. Небанковские организации расплачиваются наличными, что сокращает объем наличных денег 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 также 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 сосредоточиваются 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. Но в пассиве баланса ЦБ банковские резервы уменьшаются на 100, а депозиты минфина увеличиваются 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. В результате объем резервных денег также уменьшается.

- *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. Все это ведет к сокращению объема резервных денег.
- *Сокращение прочих чистых статей.* Это может произойти, если прочие пассивы ЦБ возрастают в силу увеличения запасов своих ценных бумаг, которые ЦБ держит на своем балансе, роста собственного капитала ЦБ, переоценки в местной валюте стоимостного эквивалента объема национальной денежной единицы в результате прошлых девальваций или стоимости внешней задолженности страны, если она показывается на счетах ЦБ.

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 им лишь частично. В числе рассмотренных выше инструментов увеличения и сокращения резервных денег есть и те и другие. К числу полностью контролируемых инструментов относятся 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 сам. 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 о договориться с министерством финансов о графике движения государственных депозитов на счетах ЦБ. В некоторых развитых странах ЦБ законодательно запре-

щено 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.

Мультипликатор

Формула предложения денег показывает прямую связь резервных денег, создаваемых ЦБ, с широкими деньгами, которые являются денежным агрегатом, показывающим объем предложения денег в экономике.

Взяв производную по времени, изменение широких денег можно представить как

$$\frac{\partial RM}{\partial t} \times m + RM \times \frac{\partial m}{\partial t} = \frac{\partial M}{\partial t}.$$

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.

Его простая формула такова:

$$m = \frac{M}{RM}.$$

Для выяснения факторов, влияющих на мультипликатор, необходимо проанализировать динамику его отдельных компонентов.

Резервные деньги состоят из наличных денег (*C-currency*) и резервов банков в ЦБ (*R-reserves*), т.е. $RM = C + R$. Широкие деньги состоят тоже из наличных денег (*C-currency*) и депозитов в банках (*D-deposits*), т.е. $M = C + D$. Тогда формулу предложения денег можно переписать следующим образом:

$$(C + R) \times m = C + D.$$

Откуда мультипликатор может быть представлен как

$$m = \frac{C + D}{C + R}.$$

Разделив числитель и знаменатель правой части уравнения на D, получим уравнение

$$m = \frac{c + 1}{c + r},$$

где $c = C/D$ – отношение наличных денег к депозитам, $r = R/D$ – отношение банковских резервов к депозитам.

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.

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.

$$M = C + D_d + D_t.$$

Банковские резервы (R) состоят из обязательных резервов по депозитам до востребования (R_d^o) и обязательных резервов по депозитам на срок (R_t^o). Все депозиты банков в ЦБ, сверх обязательных, считаются избыточными резервами (R^e).

$$RM = C + R_d^o + R_t^o + R^e.$$

Норма обязательного резервирования устанавливается обычно отдельно по де-

позитам до востребования как $r_d = \frac{R_d^o}{D_d}$ и по депозитам на срок как $r_t = \frac{R_t^o}{D_t}$, а отношение избыточных резервов к депозитам до востребования равно $r_e = \frac{R_t^e}{D_d}$. Выразив R_d^o, R_t^o и R_t^e как произведение нормы резервирования и объема депозитов соответствующего типа, резервные деньги можно переписать как

$$RM = C + r_d D_d + r_t D_t + r_e D_d.$$

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. Мультипликация происходит в процессе взаимодействия банковских резервов с их депозитами.

Разделив широкие деньги на резервные деньги, получаем мультипликатор

$$m = \frac{M}{RM} = \frac{C + D_d + D_t}{C + r_d D_d + r_t D_t + r_e D_d}.$$

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, которая будет выглядеть следующим образом:

$$m = \frac{c + 1 + b}{c + r_d + r_t b + r_e}.$$

Если норма обязательного резервирования для различного вида депозитов одинакова ($r_d = r_t = r_r$), а банки не имеют избыточных резервов ($r_e = 0$) или эти резервы относительно постоянны, развернутая формула мультипликатора приобретает следующий упрощенный вид:

$$m = \frac{c + 1 + b}{c + r_r(1 + b)}.$$

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.

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 стандартизированы на основе статистической методологии МВФ, на деле могут различаться от стране к стране, поскольку национальные ЦБ нередко в статистических подсчетах отклоняются от общепринятых стандартов. Это создает дополнительные осложнения при сравнении поведения мультипликатора и его компонентов между различными странами.

Влияние составляющих 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.

- *Коэффициент наличные/депозиты* (*currency/deposit ratio* $c = \frac{C}{D}$) – отно-

шение наличных денег к банковским депозитам. Этот коэффициент зависит от отношения публики 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 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 вложения в форме депозита приносят 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 все же можно принять предположение, 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. В их числе:

- *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 избыточных 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 клиентов 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, зависит 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 в качестве подстраховки от 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 держали эти резервы в виде депозитов друг у друга или выдали бы 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 при необходимости ему придется занимать средства на межбанковском рынке или в ЦБ. Однако помимо чисто монетарных соображений банковская политика избыточных резервов принимает во внимание неопределенность поведения клиентов. 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, либо общеэкономической ситуацией в стране, побуждающей банки держать меньше избыточных резервов, увеличением объема депонированных средств. Как видно, механическая интерпретация изменения этого коэффициента также невозможна.

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 в банковскую систему укрепляется, они готовы связать свои деньги на более продолжительный срок в ожидании получить несколько более высокий процент. Полагая, что все остальные компоненты мультипликатора, и особенно норма обязательного резервирования, остаются неизменными, быстрый рост депозитов на срок означает одновременное увеличение обязательных резервов банков в ЦБ, которые страхуют этот вид депозитов. Поскольку объем резервных денег также считается 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 востребова-

ния. Поэтому депозиты на срок мультиплицируются быстрее, чем депозиты до востребования. **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. При увеличении ЦБ этой нормы банки вынуждены блокировать растущую часть депозитов, которые тем самым не могут участвовать в мультипликативном процессе. Если при этом полагать, что резервные деньги неизменны, то сокращение предложения денег может произойти только вследствие сокращения мультипликатора. Эта норма обычно самая высокая из всех устанавливаемых ЦБ, поскольку такие депозиты должны быть высоколиквидны, что требует от банков поддержания достаточного количества средств на своих счетах для гарантирования их выдачи клиентам. **Увеличение нормы обязательного резервирования по депозитам до востребования сокращает мультипликатор.**

- *Норма обязательного резервирования по депозитам на срок* (*required reserves ratio on time deposits*, $r_t = \frac{R_t^o}{D_t}$) — 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 сокращает мультипликатор.**

- *Коэффициент избыточные резервы/депозиты до востребования* (*excess reserves/demand deposits ratio* $r_e = \frac{R_t^e}{D_d}$) — 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 проблемы со спросом 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 не достаточно 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.**

Широкие деньги

Динамика резервных денег и мультипликатора — два главных компонента, от которых зависит предложение денег. Полная модель предложения денег представляет собой по существу соединение

модели резервных денег с моделью мультипликатора

$$M = \frac{c+1+b}{c+r_r(1+b)} \times (C + r_d D_d + r_t D_t + r_e D_d).$$

Несмотря на то, что такая количественная модель весьма проста по сравнению с многими другими моделями предложения денег, разработанными в экономической литературе, она, в отличие от более сложных теоретических моделей, реально используется центральными банками большинства стран мира в качестве одного из компонентов при принятии решений по денежной политике.

Эта формула является агрегированным представлением основных макроэкономических показателей, которые влияют на предложение денег. Факторы, влияющие на предложение денег, можно также суммировать, как представлено на рисунке 16.2.

Все из этих показателей, в свою очередь, функционально зависят от других макроэкономических показателей, таких как процентная ставка. Более того, воздействие движения отдельных показателей определяется относительной чувствительностью 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 квантифицировать. Оценка их движения может осуществляться только путем принятия определенного суждения, базирующегося 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:

$$M = \frac{c+1+b}{c+r(1+b)} \times (RM_n + RM_b - R^e),$$

где RM_n – незаемные (*non-borrowed*) резервные деньги, создаваемые Центральным банком путем проведения операций на открытом рынке, и RM_b – соответственно заемные (*borrowed*) 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), 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.

На изменение предложения денег в целом влияют те же факторы, что и на их отдельные компоненты – резервные деньги и мультипликатор. Однако влияние каждого их них неодинаково, различно в каждой стране и на различных этапах ее развития. В конечном итоге такое влияние зависит от относительной роли того или иного фактора в процессе создания денег и чувствительности (*sensitivity*) предложения денег к изменению каждого из факторов. Любопытно, что факторы влияющие на широкие деньги действуют либо

Рис. 16.2. **Факторы, влияющие на предложение денег**

только на резервные деньги, либо только на мультипликатор и практически никогда на два эти компонента одновременно.

Точную иерархию, расставляющую факторы от самого важного до самого незначительного, создать очень сложно (табл. 16.12). 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.

- 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.

Таблица 16.12. **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.

- 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). Влияние этого коэффициента на предложение денег проявляется особенно сильно через мультипликатор, который резко сокращается вследствие его увеличения, и весьма незначительно через резервные деньги, которые растут вследствие его увеличения. 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 знаменатель мультипликатора и тем самым изменяет его несущественно.

Факторы, влияющие на предложение денег, могут быть разделены на факторы, контролируемые ЦБ, зависящие от поведения банков, правительства, вкладчиков и небанковских предприятий. В числе этих факторов, список которых далеко не исчерпывающий, факторы, находящиеся под контролем ЦБ, играют наиболее важную роль (табл. 16.13).

Программа предложения денег – это имеющая экономический смысл и поддающаяся интерпретации совокупность прогнозов отдельных статей предложения денег на ближайшее будущее (табл. 16.14). 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 – соответствие росту номинального ВВП, постоянного темпа роста денежной массы, поддержания уровня цен или номинальной фиксации процентной ставки – в ка-

Таблица 16.13. **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 до востребования	+	–	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 – (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 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 – отношение избыточных резервов к депозитам 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

честве 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.

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:

Таблица 16.14. **Последовательность программирования компонентов предложения денег**

Последовательность прогнозирования	Источники данных
Прогноз спроса на деньги взят за основу	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 валютного курса
5. Требования к частному сектору	Остаточная величина в обзоре денежной сферы
6. Деньги	Тренд выше или ниже тренда спроса не деньги
7. Квазиденьги	Тренд ниже или выше тренда спроса не 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 валютного курса
13. Кредит банкам	Тренд кредита частному сектору
14. Компоненты резервных денег	Наличные из обзора, 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, принимаемые пропорциональными другим статьям	Компоненты более широких категорий

- Обзор денежной сферы показывает запасы денег внешнего и внутреннего происхождения на конец года; платежный баланс показывает 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 активах 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 статье 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 валютный 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 банковской сферы принимается равным изменению ЧИА ЦБ и равным сальдо платежного баланса, конвертированному в национальную валюту по курсу, прогнозируемому на конец будущего года. Изменение ЧИА КБ берется 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. Источников 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 определить, 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, и которые могут быть весьма многочисленны; движение валютного курса, которое отражается во входящей в прочие чистые статьи статье эквивалента оценочным изменениям; возможные ошибки в классификации банковских операций, которые возникают при

составлении аналитического представления баланса. Если эквивалент оценочным изменениям прогнозируется отдельно для активов и пассивов, особое внимание следует обращать на знак – в активах обесценение валютного курса ведет к росту эквивалента оценочным изменениям, который должен вычитаться из прочих активов, а в пассиве – сокращению эквивалента оценочным изменениям, который должен добавляться к пассивам. Если эквивалент оценочным изменениям 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 оценочным изменениям на конец текущего и на конец будущего года должна остаться неизменной.

Кредит негосударственному сектору – остаточная величина. Для вычисления кредита, 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 поток кредита, который получит в свое распоряжение частный сектор. По номинальному размеру кредита нельзя судить о его соответствии 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 ожидаемая в будущем году большая экономическая стабильность будет способствовать укреплению доверия 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 прогнозу динамики денег. Объем квазиденег должен сокращаться, если прогноз темпа роста денег 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 в противофазе к динамике денег.

Составленный таким образом прогноз отдельных статей обзора денежной сферы представляет собой программу ее развития в будущем году. Программу необходимо проверить на предмет арифметических ошибок и ее соответствия суждениям относительно состояния денежного сектора экономики в будущем году. Проверку необходимо проводить по мере со-

ставления прогноза каждой статьи путем введения проверочных строк, где сумма всех показателей должна составлять ноль. Отладка программы должна происходить после составления программы для ЦБ и КБ и желательно программы других секторов.

Соблюдая ранее определенную последовательность в процессе программирования, необходимо составить прогноз компонентов 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 явный 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, такое допущение 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 активы ЦБ можно прогнозировать в таблице счетов денежных властей 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, при том 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 оценочным изменениям.

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, основанном на суждении, более чем на арифметических действиях, должен учитывать информацию, полученную в ЦБ, относительно их 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 коммерческих банков для подпитки их ликвидности в периоды осуществления ЦБ операций репо и свопы с банками. Такие операции, если кредит выдан в конце 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. 16.15).

Способность спрогнозировать избыточные резервы является ключевой для правильного прогноза резервных денег и их компонентов. В стабильных экономиках спрос на избыточные резервы в первом приближении оценивается с помощью эконометрической функции, включающей лаговые показатели избыточных резервов, процентную ставку по краткосрочным кредитам, фиктивные переменные, показывающие праздники и выходные, и размеры избыточных 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, т.е. 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 длительном промежутке. Например, если период поддержания обязательных резервов 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 400 будут избыточными на этот день, средняя величина резервов составит 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 избыточ-

Таблица 16.15. **Факторы, влияющие на спрос на банковские резервы**

	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.

ных 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.

Последовательность прогнозирования консолидированного баланса банков не имеет принципиального значения. Прогноз основной части статей баланса банков приведен в обзоре денежной сферы (иностранные активы и пассивы, требования к частному сектору, все виды депозитов) и счетах денежных властей – наличные в обращении и депозиты в ЦБ. Разбивка на компоненты более широких статей – таких как требования к правительству (кредиты и правительственные ценные бумаги) – осуществляется пропорционально предыдущему году или среднему значению за несколько предшествующих лет.

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 на предмет арифметических ошибок и ее соответствия суждениям, касающимся со-

стояния 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. Отладка программы должна быть осуществлена после составления программы обзора денежной сферы и консолидированного баланса КБ и желательно программы других секторов.

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, расчитываемый как разность запаса 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 необходимо проверить следующее: сумма компонентов первого и второго блока данных должны составлять ноль, 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.

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 является заключительным этапом в процессе осуществления программирования денежного сектора до конца текущего и на последующий год. 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.

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. 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 и 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 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. Эквивалент оценочным изменениям – статья аналитического представления обзора денежной сферы, показывающая размер оценочной корректировки.

5. Денежная политика проводится ЦБ по согласованию и при поддержке правительства. Цели денежной политики включают поддержание стабильности цен, регулирование валютного курса и содействие достижениям целей роста и макроэкономической политики правительства. ЦБ располагает набором средств, позволяющих ему достигать цели денежной политики путем осуществления контроля за уровнем и структурой ликвидности в экономике. Основные инструменты денежной политики следующие – 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 государственных ценных бумаг. 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. При косвенных методах регулирования ликвидности ЦБ осуществляют 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.

6. 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 (соглашение об обратной покупке активов, не предусматривающее 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.

7. Постоянно действующие механизмы представляют собой инструменты денежной политики ЦБ, который активизируется по инициативе коммерческих банков. 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, 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.

8. Резервные требования представляют собой требование 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 вкладчиком 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.

9. 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 (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.

10. 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 года и на следующий год. Количественная модель является исчисляемой 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. 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.

11. 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. 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: 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.

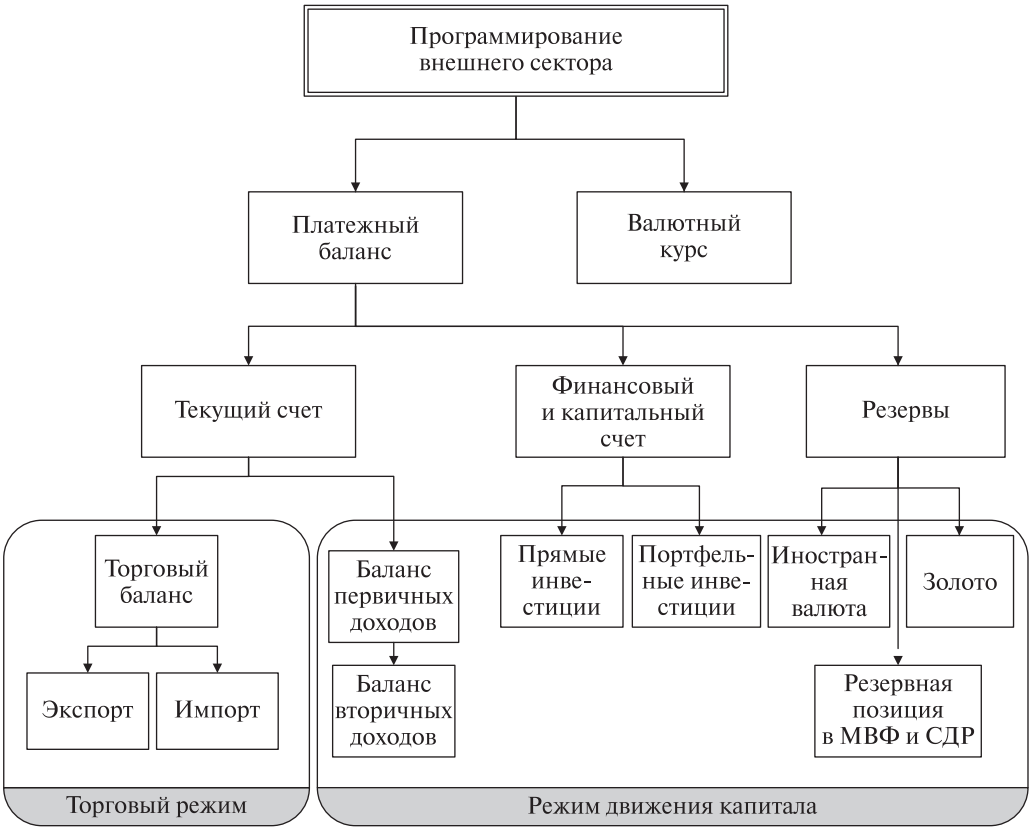
12. Степень контроля ЦБ над резервными деньгами зависит от режима валютного курса, принятого в стране, степени независимости ЦБ от правительства и политики правительства по финансированию дефицита государственного бюджета. Предложение ликвидности может быть автономным и контролируемым. Эффективный ЦБ должен быть в состоянии контролировать как изменение уровня резервных денег, так и изменение их композиции. ЦБ может увеличивать объем резервных денег 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. ЦБ полностью 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.

13. 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 клиентов. 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.

14. 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 квантифицировать. 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, тогда как роль остальных коэффициентов более ограничена. Факторы, влияющие на предложение денег, могут быть разделены на факторы, контролируемые ЦБ, зависящие от поведения банков, правительства, вкладчиков и небанковских предприятий.

15. 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.

План-схема



КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Индекс нейтральности торгового режима
Индекс рестриктивности торговли
Платежеспособность
Потоки, не создающие долг
Потоки, создающие долг
Устойчивость текущего баланса

17. Программирование внешнего сектора

Аналитическое представление платежного баланса

Программирование внешнего сектора заключается в анализе и прогнозировании компонентов платежного баланса и валютного курса. Программирование валютного курса было рассмотрено в главе II. Потоки платежей по различным счетам платежного баланса создают спрос на иностранную валюту и ее предложение. Одновременно сам платежный баланс отражает взаимодействия всех рассмотренных выше секторов экономической деятельности – реального, бюджетного и монетарного – с остальным миром. На первом этапе программирования развернутое статистическое представление платежного баланса, рассмотренное в главе III, превращается в сокращенную форму – аналитическое представление платежного баланса, в котором его статьи подразделяются на статьи над чертой (*above the line*) и статьи под чертой (*below the line*).

Где провести черту в статистическом одноколоночном представлении платежного баланса принципиальным образом 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 обеспечении этого статистического равенства, поиске и исправлении экономических проблем, порождаемых 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 прорыв. В силу каких факторов возникла такая ситуация и какие меры необходимо предпринять?

Аналитически возможны три основные 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 17.1 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

Таблица 17.1. **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 инвесттици		5	5	5
	Баланс в целом			**–1**
	Финансирование			1
Резервные активы		1	1	1

(–13) и финансируется 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, либо набирает долгов и живет не по средствам. Сальдо текущего баланса равняется разности между сбережениями и инвестициями и внутри страны. Текущий баланс положительный – страна сберегает, больше чем инвестирует, и финансирует за счет избытка сбережений другие страны. Текущий баланс отрицательной – страна сберегает меньше, чем инвестирует, и должна привлекать капиталы другой страны для финансирования части внутренних инвестиций, 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 программирования платежный баланс представляется несколько иным образом по сравнению с его полной статистической структурой.

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 пропуски и ошибки.

@ *Чистые пропуски и ошибки (net errors and omissions)* – остаточная, балансирующая величина – разница между балансом в целом, который полагается равным финансированию, и суммой текущего, капитального и финансового счетов.

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 фоб/кредит счета текущих операций (*exports f.o.b./current account credits*) – соотношение, показывающее долю доходов от экспорта во всех текущих доходах страны.
- Импорт фоб/дебет счета текущих операций (*imports f.o.b./current account debits*) – соотношение, показывающее долю расходов на импорт во всех текущих расходах страны.
- Кредит товаров и услуг/валовый внутренний продукт (*goods and services credits/gross domestic product*) – соотношение, показывающее текущие доходы страны в сравнении с ее ВВП, что позволяет делать межстрановые сопоставления.
- Дебет товаров и услуг/валовые национальные расходы (*goods and services debits/gross national expenditure*) – соотношение, показывающее текущие расходы страны в сравнении с расходами в ее ВВП, что позволяет делать межстрановые сопоставления.
- Кредит инвестиционного дохода/кредит счета текущих операций (*investment income credits/current account credits*) – соотношение, показывающее долю доходов от инвестиций за рубежом во всех текущих доходах страны.
- Дебет инвестиционного дохода/дебет счета текущих операций (*investment income debits/current account debits*) – соотношение, показывающее долю выплат на иностранные инвестиции внутри данной страны во всех текущих расходах страны.
- Баланс счета текущих операций/валовый внутренний продукт (*current account balance/gross domestic pro-*

duct) – соотношение, показывающее относительный размер сальдо текущего баланса и позволяющее сравнивать его с сальдо других стран в аналитических целях. Обычно отрицательное сальдо в размере 10% ВВП считается очень тревожным показателем для экономики страны, означающим, что проблемы с финансированием платежного баланса либо уже существуют, либо возможны в ближайшей перспективе.

- Резервы на конец периода/импорт товаров и услуг (*reserves at end of period/imports of goods and services*) – соотношение, показывающее способность страны покрывать свои внешние обязательства. В качестве весьма приблизительного числового ориентира для проведения сбалансированной внешнеэкономической политики используется следующее: валютные резервы страны не должны быть меньше стоимостного объема трех-четырех месяцев импорта товаров и услуг. Для вычисления этого показателя резервы умножаются на 12 и делятся на размер импорта, в который необходимо включить не только импорт товаров, но и импорт услуг.
- Валовый (чистый) внешний долг/валовый внутренний продукт (*gross* (*net*) *external debt/gross domestic product*) – соотношение, показывающее относительное бремя внешней задолженности для экономики в целом; сравнение долга с производством страны за год. По методологии Мирового банка уровень долга страны считается чрезмерно высоким, если это соотношение более 50%, и умеренным, если оно равняется 30%.
- Валовый (чистый) внешний долг/экспорт товаров и услуг (*gross* (*net*) *external debt/exports of goods and services*) – соотношение, показывающее относительное бремя внешней задолженности с точки зрения доходов от экспорта, которые потенциально пришлось бы затратить для выплаты внешнего долга. Уровень долга страны считается чрезмерно высоким, если это соотношение более 275%, и умеренным, если оно более 165%.
- Чистая международная инвестиционная позиция/валовый внутренний продукт (*net international investment position/gross domestic product*) – соотношение, показывающее долю чистых иностранных активов страны в ее ВВП.
- Обслуживание долга/экспорт товаров и услуг (*debt service/exports of goods and services*) – соотношение, показывающее относительное бремя внешней задолженности с точки зрения доходов от экспорта, которые постоянно приходится затрачивать для покрытия текущих выплат по внешнему долгу. Уровень долга страны считается чрезмерно высоким, если это соотношение более 30%, и умеренным, если оно более 18%. Прогноз развития платежного баланса в целом зависит от множества факторов.

Поскольку платежный баланс отражает взаимосвязи страны с остальным миром, развитие международной экономики и особенно экономики стран – основных партнерав данной страны в торговле товарами и услугами и движении капитала является важнейшим фактором, влияющим на его состояние. Перед началом прогнозирования необходимо установить прогноз динамики мировых цен на основные товары экспорта и импорта, динамику развития ВВП основных стран-партнеров, индексы их импортных и экспортных цен, динамику мировых процентных ставок. Наличие этой информации в модели позволит в дальнейшем осуществить

анализ на чувствительность экономики страны к изменению мировых цен или процентных ставок. Для прогнозирования платежного баланса необходимо представлять перспективу развития внутренней экономики данной страны, особенно ее экспортных и импортных отраслей, которые во многом определяются состоянием бюджета и направлениями денежной политики. Выбор методологии прогнозирования во многом зависит от конкретной ситуации: если сколько-нибудь серьезных сдвигов в структуре экономики не предвидится, можно положиться на бихевиористские соотношения между имеющимися и прогнозируемыми переменными, оцененные с помощью регрессии. Однако если страна находится в процессе реформ, любые бихевиористские модели оказываются бесполезными, поскольку соотношение между переменными меняется слишком быстро.

Анализ платежного баланса сводится к поиску ответа на внешне простой вопрос: почему строгое статистическое равенство платежного баланса не соблюдается в реальной жизни? Почему сумма ключевых групп статей платежного баланса – изменения текущего баланса (*CAB*), баланса движения капитала и финансового баланса (*FI*) и резервов (*RES*) – не равна нулю и какой из компонентов должен быть скорректирован для достижения равенства?

$$CAB + FI + RES = 0.$$

Скорректировать можно только тот компонент, который правительство и ЦБ могут контролировать 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 осуществляется 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 большинством статей движения капитала – решения об осуществлении прямых инвестиций, приобретении портфельных инвестиций или предоставлении займов в большинстве случаев принимаются частными предприятиями и лицами. Важное исключение – государственные займы, предоставление и получение которых находится под прямым правительственным контролем.

Тем не менее, государство может влиять на динамику статьей текущего, 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 обеспечивает его повышение за счет увеличения процентной ставки и тем самым сокращения экспорта и увеличения притока 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 баланс 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 обойти, осуществив переклассификацию контролируемых потоков капитала по другим, неконтролируемым статьям финансового счета, и поэтому он малоэффективен. В целом меры контроля действенны только в средне- и долгосрочной перспективе, но их эффективность может быть подорвана из-за несоблюдения ограничений. 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 для ее решения.

Таким образом, статьи, находящиеся над чертой в аналитическом представлении платежного баланса, плохо поддаются государственному котролю и считаются его *автономными статьями*. Резервы, показываемые под чертой, находятся под прямым котролем властей и могут быть использованы для решения платежных проблем, которые зачастую возникают неожиданно и должны быть урегулированы немедленно. В аналитических целях резервы считаются *неавтомномными статьями* платежного баланса.

Текущий баланс

Учитавая, 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 финасирует остальной мир. Причем взаимовлияние компонентов в равенстве платежного баланса двустороннее: меры внешнеэкономической политики, направленные на изменение текущего счета, окажут некоторое 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.

$$CAB = S - I = (S_g + S_p) - (I_g + I_p).$$

- 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*). Следующее уравнение 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.

$$CAB = GNDI - A = \\ = (GDP + Yf + Tr) - (C + I).$$

- Изменение чистой инвестиционной позиции страны. Следующее уравнение, полученное из равенства платежного баланса, показывает, что положительный текущий баланс равен оттоку (со знаком минус) финансовых ресурсов (инвестиции за рубеж, приобретение иностранных акций, предоставление кредитов нерезидентам государством, частными компаниями или лицами) и резервов (приобретение активов за рубежом центральным банком). Напротив, отрицательное сальдо текущего баланса 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.

$$CAB = -(FI + RES)$$

$$-CAB = FI + RES$$

$$CAB = X - IM + Yf + Tr.$$

Аналитическое деление платежного баланса на статьи, показывающие движение реальных ресурсов, и статьи, показывающие движение финансовых ресурсов,

позволяет получить 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, при профиците текущего счета страна накапливает иностранные активы – увеличивает свои требования к другим странам или наращивает резервы. Поэтому текущий счет представляет собой изменение в 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 в будущем, 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 основывается 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. Подобные предположения могут быть построены на других предположениях об изменении и корректировке макроэкономической политики таким образом, чтобы обеспечить достаточно большие профициты. 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 будущих реформ, которые могут и не состояться, а устойчивость текущего баланса при условии неизменности макроэкономической политики и внешней ситуации, т.е. выяснить, является 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 том, может ли имеющийся уровень дефицита текущего баланса финансироваться за счет имеющегося притока капиталов и валютных резервов. Если текущий баланс положительный, то вопрос заключается в том, куда направляются получаемые финансовые ресурсы.

@ *Устойчивость текущего баланса (current account sustainability)* – способность резидентов страны в целом финансировать дефицит текущего баланса за счет чистого притока капитала и имеющихся международных резервов при предположении о неизменной макроэкономической ситуации в стране и за рубежом[1].

В целом ответ на вопрос об устойчивости текущего баланса означает ответ

[1] Устойчивость – наиболее подходящий в данном случае перевод английского термина *sustainability* – понимается в экономике как инвариантность, т.е. сохранение какого-либо свойства, отношения или ограничения постоянным (инвариантным).

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? При положительном ответе корректировка валютного курса или дефолт при продолжении существующей политики неизбежны, а текущий баланс неустойчив. При отрицательном ответе текущий баланс устойчив.

Факт наличия отрицательного текущего баланса не означает автоматически его неустойчивости, поскольку он может надежно финансироваться притоком 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 для покрытия этого дефицита. Таким образом, в капиталоимпортирующих странах дефицит текущего баланса, устойчиво финансируемый притоком 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 он не может быть финансируем ни в настоящее время, ни в среднесрочной перспективе за счет имеющихся источников – чистых международных займов, притока другого капитала или валютных резервов, имеющихся в распоряжении ЦБ. Чаще всего текущий баланс оказывается неустойчивым в двух случаях: когда уровень внешней задолженности слишком высок либо когда уровень резервов слишком низок. 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 их счет 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 устойчивости. 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 проявляется в виде большого отрицательного сальдо, которое невозможно финансировать существующим притоком капитала. Возможных причин множество и для нахождения главной из них необходимо проанализировать каждый компонент уравнений, приведенных ранее. Причины неустойчивости следует искать как внутри страны, так и за рубежом. Наиболее типичными внутренними причинами являются:

- низкие или недостаточные государственные сбережения (S_g), или их полное отсутствие, что проявляется через высокий уровень дефицита государственного бюджета. Если сни-

жение государственных сбережений связано с ростом производительных государственных инвестиций, ситуация с дефицитом текущего счета более устойчива, чем если падение государственных сбережений связано с ростом государственного потребления (чаще всего ростом зарплат госслужащим);

- низкие или недостаточные частные сбережения (S_p) или их полное отсутствие, что проявляется через высокий уровень частной задолженности, которая также называется отрицательными сбережениями;
- несоразмеренно высокий уровень государственных инвестиций (I_g), финансируемых за счет зарубежных государственных займов, который виден в бюджете и в конечном счете является одной из причин его дефицита;
- несоразмеренно 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, генерируемый экономикой (*GNDI*), 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 либо бума потребления (*C*) и/или бума инвестиций (*I*).

К внешним, не зависящим от страны, причинам, которые чаще всего приводят к неустойчивости текущего баланса, относятся:

- 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, источников причин неустойчивости текущего баланса четыре: они могут находиться как в государственном, так и в частном секторе, как внутри страны, так и за рубежом. Возможно и любое сочетание таких причин. Важно, однако то, что из четырех основных источников неустойчивости, только один – государственный сектор, находящийся внутри страны, – поддается прямому регулированию со стороны властей. Другие источники неустойчивости также могут регулироваться, но преимущественно косвенными методами. Практически это означает, что в случае серь-

езной неустойчивости текущего счета, у властей есть только один инструмент для его быстрой корректировки – бюджет, т.е. увеличение государственных сбережений (обеспечение профицита бюджета) или сокращение государственных инвестиций.

Является ли профицит текущего счета отражением экономических проблем? Профицит текущего счета встречается значительно реже, чем дефицит, и в большинстве случаев для стран не составляет сколько-нибудь серьезной 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 находится в дефиците, 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. Лечение сводится к исправлению данной ситуации.
- *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 не 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 курс национальной валюты.* Валютная политика ЦБ характеризуется поддержанием искусственно низкого валютного курса, направленного на стимулирование экспорта и ограничение импорта.
- *Ограничения на внутренние инвестиции.* В случае необходимости роста внутренних инвестиций в такие очевидные сферы как инфраструктура, образование, здравоохранение и 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 инвестиции настолько велики, что делают для национальных инвесторов куда привлекательнее вывоз капитала, нежели нахождение способов его применения внутри страны.
- *«Голландская болезнь».* 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 производство в них начнет постепенно сокращаться. Особенно рецидивы такой «голландской болезни» опасны в сельскохозяйственных странах, где большинство населения зависит от производства и экспорта сельхозпродукции, а выгодой от вновь открытых месторождений мо-

жет 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 платежного баланса:

- *Фиксированный валютный курс и отсутствие мобильности капитала* ($FI = 0$). В случае дефицита по текущему счету 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 означает дефолт.

В случае профицита по текущему счету для поддержания курса фиксированным 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, то реальный эффективный валютный курс снизится, экспорт товаров и услуг вырастет еще больше и еще сильнее усугубит проблему поддержания валютного курса фиксированным. 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 уменьшению 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 серьезные риски в деле 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

флуктуаций курса, не ставя перед собой цели обеспечения его определенного уровня. 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 как за счет 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, требующий 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 которой дефицит текущего баланса 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 могут порождать серьезные проблемы для остальной экономики: 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 неустойчивой (*unsustainable*), страна вынуждена провести корректировку своей краткосрочной макроэкономической политики. В случае неустойчивости текущего баланса по причине его дефицита можно прибегнуть к следующим основным способам, находящимся под контролем властей, и относительно быстро их реализовать.

- *Повысить внутренние процентные ставки*. 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 затягивания денежной массы через абсорбирующие операции на открытом рынке.

- *Девальвировать валютный курс*. 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 стран 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 девальвация обычно сопряжена с ростом внутренних цен на импортные товары, на 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 вообще остановит выправление дефицита текущего баланса.

- *Сократить внутренние агрегированные расходы*. 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.

Торговый баланс

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. В их числе выделяются следующие:

- *Физические объемы*. В большинстве стран торговая статистика располагает данными об объемах реального экспорта и импорта основных товаров, и/или индексов 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. Физический объема 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 должна 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 экспортых и импортных цен как минимум на три группы 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 в нефтепроизводящем регионе) или другие факторы.

- *Географические направления торговли.* Изменения в торговом балансе могут быть также вызваны тем, что страна переориентировала свои экспортные поставки на новые рынки или изменила источники закупки импортных товаров. Сдвиги в географическом направлении торговли могут 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 торговых 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 закупает импортные 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 может осуществляться только на основе спроса и предложения, без вмешательства мер торговой политики. Существует множество индексов и показателей степени рестриктивности торгового режима,

ни один из которых не является идеальным.

Два индекса используются наиболее часто – индекс нейтральности торгового режима для определения экспортного или импортного уклона торгового режима, 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 ($AERP_x$)

$$\eta = \frac{AERP_{im}}{AERP_x},$$

где средний уровень защиты (*average effective rate of protection, AERP*) определяется как

$$AERP = \frac{v' - v}{v},$$

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 используется добавленная стоимость по экономике в целом, то результатом расчета является средний эффективный уровень защиты. Если в ней используется 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 и изменяющийся от 1 (наиболее открытый режим) до 15 (наиболее закрытый режим).

Расчет индекса рестриктивности торговли включает три этапа:

1. Расчет среднего арифметического значения применяемого тарифа и его классификация в одну из пяти указанных категорий. Иногда рассчитывается средневзвешенный тариф, где объемы импорта каждого товара являются весами. Использование простого среднего считается 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 средневзвешенного тарифа сопряжен со значительными техническими трудностями и принятием дискреционных решений о том, как учитывать статьи импорта, по которым нет информации либо о размерах импорта по конкретной статье, 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 возможно 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, включе-

ние субсидий производству и экспорту сельскохозяйственной продукции в число НТО превратит торговый режим большинства европейских стран из относительно отрытого 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 и более глубокого анализа.

Подробное изучение причин движений в других статьях текущего баланса важно только в том случае, если эти статьи составляют существенную долю текущего баланса и если происходящие в них изменения также существенны. В развитых странах международное движение услуг, доходов и текущих трансфертов весьма значительно 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 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, выяснения тенденций его развития обычно достаточно, чтобы определить общие направления изменений в транспортных услугах текущего счета.

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 на туризм, нередко позволяет получить важную дополнительную информацию об общем макроэкономическом состоянии страны, поскольку туризм обычно резко сокращается с нарастанием экономических проблем, реальности поддерживаемого уровня валютного курса (объем туристических поездок падает, если курс национальной валюты завышен), состоянии дел в сфере услуг, строительстве и общей политической обстановке.

Наконец, еще 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.

- *Первичные 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), 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 более 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 счете 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 в странах их происхождения.

Доходы от инвестиций должны анализироваться 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 процентов по займам, предоставленным другим странам, рост уровня процента по займам на мировом кредитном рынке без увеличения уровня кредитования, увеличения 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, который обычно показывается только в очень детальном представлении платежного баланса. Размер получаемого процента по резервам, обычно хранящимся в зарубежном банке, при известной текущей ставке ЛИБОР позволяет приблизительно оценить абсолютный размер резервов, который во многих странах не публикуется. Если размер резервов публикуется, то его косвенная оценка по размеру получаемого на него процента может быть хорошим инструментом проверки правильности данных.

- *Вторичные доходы*. Трансферты, получаемые правительством, это в основном гранты от зарубежных правительств. 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 – 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 трансфертов, получаемых от работников, находящихся за пределами страны больше года, служит обычно хорошим показателем адекватности уровня валютного курса. Если получение частных трансфертов неожиданно стало падать, 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 поддерживаются 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 различия между двумя типами потоков:

- *Потоки, создающие долг (debt creating flows)* – международное движение капитала, требующего выплаты процента на основе договорных обязательств и приводящее к изменению уровня внешней задолженности страны.
- *Потоки, не создающие долг (non-debt creating flows)* – международное движение капитала, требующего 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 долг, 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 счете операций с капиталом и финансовых операций все статьи считаются потоками, создающим 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 не получается.

- Институты, являющиеся основным объектом инвестирования. Необходимо определить какие институты – правительство, денежные власти, 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.

Прогнозирование платежного баланса

Прогноз платежного баланса зависит от множества факторов, поскольку отражает взаимосвязи страны с остальным миром. Поэтому перед началом прогнозирования необходимо принять допущение или сделать/определить:

- Прогноз динамики мировых цен на основные товары экспорта и импорта, динамику развития ВВП основных стран – торговых партнеров, индексы экспортных и импортных цен, динамику мировых процентных ставок.
- Перспективы развития внутренней экономики 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 черпается из уже опубликованных источников, поскольку при анализе экономики отдельной страны физически невозможно составить параллельно прогноз всех связанных с ней стран.
- Прогноз уровня номинального валютного курса страны на среднесрочную перспективу. Прогнозирование валютного курса в деталях рассмотрено в соответствующей главе этого учебника. 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.

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, его изменение необходимо разделить на изменение объема (ΔQ), который иногда считается изменением показателя в реальном исчислении, и изменение цены (ΔP).

$$V_{t+1} = V_t\left(1 + \frac{\Delta Q}{100}\right)\left(1 + \frac{\Delta P}{100}\right).$$

Прогноз обычно исходит из нескольких ключевых предпосылок:

- *Малая страна*. Для подавляющего большинства стран принимается следующая предпосылка: изменения спроса и предложения в малой стране не влияют на мировые цены. Страна сама является получателем (*price taker*) цен, которые от нее не зависят. 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, полностью игнорируя факторы, влияющие 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 Кот-д'Ивуара 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 принять предпосылку возможных погодных условий 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 жестокой 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 – отдельный прогноз объема и цен, самостоятельный прогноз экспорта и импорта каждого существенного товара или каждой 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 описанная ниже 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 экспорта товаров, объем вывоза которых зависит только от возможностей их производства внутри страны, и товаров, объем экспорта которых зависит от спроса на них на мировом рынке. Для малой страны принимается предпосылка, что спрос мирового рынка на ее экспорт неограничен, кривая спроса горизонтальная – мировой рынок может приобрести столько товаров экспорта малой страны, сколько она в состоянии произвести, при этом цены мирового рынка не изменятся. Кривая предложения товаров на экспорт имеет положительный угол наклона и показывает, что по мере роста цены на экспортный товар, спрос на него на мировом рынке увеличивается.Предложение товаров на экспорт может быть оценено по следующей функции:

$$X_r^s = \alpha_0 + \alpha_1 y_d + \alpha_2 E_{Rb/\$} \frac{P_x}{P_d} + \alpha_3 D_e,$$

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 странах и в 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 производственных мощностей и отсутствии безработицы), рост избыточного внутреннего спроса в стране, ведет обычно к сокращению предложения товаров на экспорт.

Функцию спроса на национальные товары со стороны мирового рынка можно оценить на основе следующего уравнения:

$$X_r^d = \alpha_0 + \alpha_1 y_w + \alpha_2 \frac{P_x}{P_w},$$

где X_r^d – спрос на реальный экспорт; Y_r^w – реальный мировой ВВП; P_x – индекс экспортных цен; P_w – средневзвешенный индекс экспортных цен основных конкурентов.

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 экпорта X_r^s можно вычислить по следующей формуле, приняв $\alpha = 0{,}2$.

$$X_r^s = \alpha y^s.$$

Разумеется, если наблюдается тенденция в изменении доли реального экспорта в реальном ВВП – она растет или убывает – и можно с большой степенью достоверности предположить, что такая тенденция продлится и в будущем году, то долю 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, 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.

$$X_r^s = \alpha_0 + \alpha_1 Trend.$$

- В случае малой страны, экспорт которой ограничен экспортом нескольких товаров, прогноз совокупного экспорта можно построить на основе прогноза экспорта этих товаров. Например, экспорт нефтедобывающей страны зависит от ее потенциала производства нефти, спроса на нее на мировом рынке и квоты для стран – членов ОПЕК, налагаемой этой организацией. Изменение квоты – решение в основном политическое, и ее размер, установленный административно на следующий год, обычно известен. Если решение о квотах еще не принято в момент составления прогноза, размер квоты на следующий год принимают равным размеру квоты в текущем году. Прогноз цены на нефть на мировом рынке берется одинаковым для всех стран со скидкой или надбавкой в зависимости от уровня качества национальной нефти. Важно, чтобы предположение о цене нефти было одинаковым для всех стран и взято из авторитетного источника, такого как World Economic Outlook МВФ.

Спрогнозированный одним из вышерассмотренных способов реальный экспорт представляет собой прогноз объема экспорта. Для перехода к прогнозу стоимости экспорта, прогноз объема надо умножить на прогноз цены. Прогноз цен состоит в принятии предположения о движении мировых цен на основные товары экспорта анализируемой страны, если таких товаров 4–5, или принятии предположений о направлении и масштабе изме-

нения индекса экспортных цен этой страны в целом. Если платежный баланс составляется и прогнозируется в долларах, изменение курса национальной валюты по отношению к доллару влияет на индекс экспортных цен.

Импорт

Прогноз импорта также строится на предпосылке о малой стране. Другие страны могут поставить в анализируемую страну любое количество импортируемых ею товаров – 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 формулы:

$$IM_r^d = \alpha_0 + \alpha_1 Y_r^d + \alpha_2 E_{Rb/\$} \frac{P_{im}}{P_d} + \alpha_3 D_e,$$

где IM_r^d – спрос на реальный импорт – объем импорта, выраженный как индекс физического объема, или номинальная стоимость импорта, деленная 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 – основых торговых партнерах; P_d – индекс внутренних цен; D_e – избыточный спрос, вычисляемый как агрегированный спрос минус потенциальное производство в национальной экономике, приближенно вычисляемый как реальный ВВП минус трендовый реальный ВВП.

Уравнение показывает, что реальный импорт прямо зависит от реального ВВП, т.е. внутреннего спроса, соотношения внутренних и мировых цен на импортируемые товары, выраженные в национальной валюты и других факторов. Чем выше уровень внутренних доходов, тем выше уровень внутреннего спроса и, следовательно, импорта. Чем выше импортные цены в национальной валюте по сравнению с внутренними ценами, тем меньше будет импорт. На соотношение импортных и внутренних цен критическим образом влияет курс национальной валюты. Падение курса удорожает импорт и сокращает спрос на него. Напротив, рост курса национальной валюты сокращает цену импортных товаров в национальной валюте и может сделать аналогичные местные товары неконкурентоспособными по сравнению с импортными. Наконец, если расходы внутри страны превосходят потенциальное производство, потребители стану покупать иностранные товары, потому что аналогичных национальных товаров просто не существует. Это увеличит спрос на импорт.

Ценовую эластичность импорта можно определить следующим образом:

$$e_{im} = \frac{\Delta Q_{im} / Q_{im}}{\Delta P_{im} / P_d}.$$

@ *Ценовая эластичность импорта* (*price elasticity of imports*) – параметр, показывающий насколько изменится объем импорта при изменении относительных цен на 1%.

Обычно ценовая эластичность импорта низка для тех товаров, которые невозможно заменить (нефть, газ, другое сырье). Чем выше степень обработки товара, тем выше его ценовая эластичность. Сильное влияние на относительные цены оказывают меры государственной политики – импортные пошлины, квоты, лицензии, приводящие к увеличению цены импорт-

ных товаров 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 реального импорта как постоянной доли от реального ВВП. Этот подход основан на предпосылке о том, что в малой стране размеры импорта определяются размерами реального внутреннего спроса, который аппроксимируется 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 данной формуле, приняв $\beta = 0{,}25$.

$$IM_r^d = \beta Y_r^d.$$

- Прогноз реального импорта 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 которому имеются исторические данные по экспорту.

$$IM_r^d = \beta_0 + \beta_1 Trend.$$

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 с количеством основных импортных товаров, не превышающим 4–5, прогноз стоимости импорта может основываться на прогнозе спроса на каждый из товаров.

Для оценки возможного влияния снижения тарифов на либерализацию торговли необходимо оценить несколько вариантов снижения. Основных два – основанный на формуле и основанный на переговорах по каждой тарифной статье. Если вариант снижения тарифов основан на формуле, результат можно просчитать и оценить априори последствия для текущего баланса. Если снижение основано на переговорах о размере тарифа по каждой статье, воздействие на текущий баланс можно выяснить только пост-фактум, 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 для снижения 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, чем при подходе, основанном на переговорах по каждой тарифной статье.

Для иллюстрации допустим, что тариф состоит всего из 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. Для целей расчета тарифной эскалации при-

мем условно, что товар 5 является промежуточным ресурсом, а товар 13 – товаром с высокой степенью обработки. Основные статистические характеристики такого тарифа: средний уровень 30,04%, стандартное отклонение 18,3, количество тарифных пиков (тариформ свыше 15–19%), тарифная эскалация – разрыв между тарифом на промежуточный и высокообработанный продукт – 3.

Возможны следующие основные варианты сокращения тарифов:

- *Пропорциональное снижение тарифа.* Уровень сокращения не зависит от изначальной ставки тарифа и зависит только от произвольно выбранного процента, на который сокращается тариф.

$$t_1 = c \times t_0,$$

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 его 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 к весьма незначительному сокращению числа тарифных пиков и не устраняет тарифную эскалацию.

- *Линейное снижение тарифа*

$$t_1 = d + c \times t_0.$$

Возможны несколько вариантов: 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 коэффицент c, тем в большей степени будут сокращены наиболее высокие тарифы, и тем самым устранены тарифные пики и сокращена степень эскалации. Чем выше d, тем глубже сокращение тарифа.

В линейном варианте возможные следующие подварианты:

Темп сокращения равен начальному тарифу	$t_1 = t_0 \times (1 - \frac{t_0}{100})$
Темп сокращения тарифов увеличивается на постоянную величину	$t_1 = t_0 \times (1 - \frac{t_0 + c}{100})$
Темп сокращения тарифов увеличивается в некоторое количество раз	$t_1 = t_0 \times (1 - \frac{d \times t_0 + c}{100})$

- *Нелинейное снижение тарифа.* Возможны любые нелинейные формулы, наиболее распространенные их которых:

Квадратичная	$t_1 = t_0 \times (1 - \frac{t_0^2}{100})$
Квадратичная с сокращением темпа сокращения тарифа путем деления на константу	$t_1 = t_0 \times (1 - \frac{\frac{t_0^2}{c}}{100})$
Квадратичная с сокращением темпа сокращения тарифа путем деления на константу и изначальный тариф	$t_1 = t_0 \times (1 - \frac{\frac{t_0^2}{c + t_0}}{100})$
Швейцарская формула	$t_1 = \frac{at_0}{a + t_0}$

Швейцарская формула названа так поскольку была предоложена Швейцарией во время Токийского раунда переговоров в рамках ГАТТ и использована некоторыми странами для сокращения тарифов. В ней темп снижения тарифа, определяемый как $R = \frac{t_1 - t_0}{t_0}$, равен

$$R = \frac{t_0}{a + t_0}.$$

Швейцарская формула характеризуется тем, что сокращенный тариф оказыва-

ется функцией от обоих изначальных тарифов, которые подлежат сокращению, и который известен, и некоторого параметра a, который может быть установлен дискреционно. В зависимости от выбранного коэффициента a варьируется глубина сокращения: чем ниже коэффициент, тем выше сокращение всех ключевых характеристик тарифов – простого среднего уровня, дисперсии, количества пиков, эскалации, и максимальных ставок. Обычно он устанавливается в пределах $14 < a < 16$, если уровень первоначального тарифа выражен в процентах. Швейцарская формула сокращает более высокие тарифные ставки в большей степени по сравнению с более низкими.

Услуги и доходы

Прогнозирование этой категории счета текущих операций платежного баланса затруднено из-за того, что, с одной стороны, статистика этих статей в большинстве стран весьма неполная, а с другой – сами услуги, доходы и трансферты являются разнородной комбинацией различных статей. В отличие от торгового баланса в целях макроэкономического программирования отдельный прогноз торговли услугами можно делать только по наиболее значимым для данной страны типам услуг. Их необходимо дезагрегировать на отдельные статьи и прогнозировать поступления и платежи по услугам отдельно.

Наиболее простые способы прогнозирования отдельных, наиболее крупных статей следующие:

- *Транспорт и страхование*. Поскольку поступления и платежи по этим двум статьям обычно тесно зависят от объемов экспорта и импорта, то их прогноз может основываться на прогнозе объемов экспорта и импорта, от которых данные статьи обычно составляют определенный процент (10% – транспорт и 1% – страхование). Зависимость, например, платежей за транспорт и страхование от размеров импорта может быть оценена на основе простой линейной регрессии или просто принята как постоянная доля от импорта. Также платежи за транспортные услуги могут расти тепом, равным темпу роста импорта. В тех странах, где статистика расходов на транспорт и страхование вообще не собирается, их примерный размер можно установить по так называемому *cif/fob* фактору – соотношению цены импорта, обычно исчисляемой на базе *cif* (цена товара плюс расходы на страхование и фрахт), и импортной цены того же товара на базе *fob* (исключающей расходы на страхование и фрахт). Обычно расходы и доходы от пассажирского транспорта тесно коррелируют с расходами и доходами от грузового транспорта, хотя в регрессионное уравнение в данном случае можно ввести еще одну переменную – уровень развития 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 инфраструктуры туризма 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, и от изменения соотношения внутреннего уровня цен P_d, с учетом изменения валютного курса $R_{Rb/\$}$, и уровня цен в странах, откуда приезжают туристы P_f

$$T_{credit} = \alpha_0 + \alpha_1 Y_r^f + \alpha_2 \frac{P_d / E_{Rb/\$}}{P_f}.$$

Коэффициент α_1 характеризует эластичность поступлений от туризма по доходу 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 представляет собой эластичность поступлений от туризма по относительному уровню 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 приедет в анализируемую страну. Обычно этот коэффициент составляет от –0,4 до –0,7 (при росте цены национальных услуг относительно их цена 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 Y_r^d и соотношения между зарубежными ценами, переведенными в национальную валюту, и их ценами внутри анализируемой страны.

$$T_{credit} = \beta_0 + \beta_1 Y_r^d + \beta_2 \frac{P_f / E_{Rb/\$}}{P_d}.$$

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, используется дефлятор ВВП, но не 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 выступают 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 подешевении 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 выплаты процентов по внешнему долгу в пользу иностранных государств. Валовые доходы от инвестиций прогнозируются на основе данных изменения их абсолютного размера и процентной ставки, под которую они размещаются на мировом финансовом рынке. В большинстве стран и тот и другой показатели являются конфиденциальными. Тогда для приблизительной оценки используются исторические данные о запасах иностранных инвестиций и прогноз развития процентной ставки ЛИБОР с премией в 1–2 процентных пункта, отражающей представление о примерных процентных ставках, по которым данная страна могла разместить свои сбережения на мировом рынке капиталов. Точное прогнозирование этой статьи является наиболее важным для нефтедобывающих стран, в которых доходы от продаж нефти на мировом рынке поступают в доходную часть бюджета и инвестируются в иностранные ценные бу-

маги. 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:

$$I^{y}_{credit} = \alpha_0 + \alpha_1 i \Delta FA_t + \alpha_2 \Delta i FA_{t-1},$$

где I^{y}_{credit} – поступления инвестиционного дохода, т.е. процента по иностранным активам; движение самих иностранных активов показывается в финансовом счете платежного баланса; i – ставка процента. Если данных о процентной ставке за прошлый период нет, в качестве приближенного значения принимается процент либо по трехмесячным долговым обязательствам США, ЛИБОР, или их среднее значение. К нему добавляется спред – вычисленная по историческим данным 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 они находятся на счетах министерства финансов или государственного инвестиционного агентства.

Эта формула говорит, что поступление инвестиционного дохода зависит от процентной ставки, которую страна получает на запасы иностранных активов в предыдущий период и на их изменение 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 в ближайшую перспективу и принять предположение о размере процентной ставки, которую надо будет платить по нему.

$$I^{y}_{debet} = \beta_0 + \beta_1 i \Delta D_t + \beta_2 \Delta i D_{t-1},$$

где I^{y}_{debet} – платежи инвестиционного дохода за рубеж, т.е. выплата процента по внешней задолженности; потоки платежей по основной части внешней задолженности отражаются в финансовом счете платежного баланса; D – абсолютный размер внешней задолженности; i – процент, выплачиваемый страной по внешней задолженности. В идеале 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 возможна ситуация, при которой необходимо дисконтировать расчетную ставку процента на половину, поскольку основную часть займов эти страны получают на более льготных, чем рыночные, условиях.

Корреляция в уравнениях 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 получены и процент по внешнему долгу выплачен в текущем периоде, но они начислены на запасы предыдущего периода.

- *Переводы мигрантов*. Статьи оплаты труда (доходы работников, находящихся в стране менее одного года) и денежных переводов работающих (переводы за рубеж мигрантов, находящихся в стране более одного года) прогнозируются, исходя из из-

менения 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, ведь многие из них остаются в принимающей стране в течение нескольких лет. Переводы мигрантов могут прогнозироваться равными темпу роста реального ВВП развитых стран, поскольку реальные доходы мигрантов должны коррелировать с ростом реальных доходов тех стран, в которых они работают.

- Статья официальных переводов практически полностью состоит из получаемых или предоставляемых грантов. Поэтому ее прогноз основывается преимущественно на данных правительства о его намерении предоставить грант зарубежной стране или его данных о потенциально возможном получении гранта от иностранного правительства. Разумеется, данные о грантах, отражаемых в долларах в платежном балансе, должны быть идентичными соответствующей статье доходной или расходной части государственного бюджета, но уже в национальной валюте. При неизменной макроэкономической политике можно предположить, что размер получаемых из-за рубежа грантов останется неизменным.

В платежном балансе некоторых стран есть статья «услуги правительства», куда входят в основном расходы на содержание дипломатических представительств за рубежом. Однако иногда в нее включают весь военный экспорт и импорт, причем не только услуг (обучение военных специалистов, строительство военных объектов и пр.), но и товаров оборонного назначения (вооружения, униформа и пр.). Прогнозирование импорта по этой статье зависит от размеров государственных расходов на оборону и может приниматься равной определенной доле расходов бюджета на военные нужды.

Финансовый счет и счет движения капитала

Прогноз показателей счета движения капитала также составляется по компонентам. При этом он включает приток – отток прямых инвестиций, портфельных инвестиций, другого долгосрочного и краткосрочного капитала. Капитал может также разделяться на государственный и частный, на различные типы кредитов. Последнее особенно важно, поскольку движение капитала обычно связано с различными формами экономической деятельности. Например, торговые кредиты могут прогнозироваться исходя из прогноза развития экспорта или импорта, для финансирования которых они предоставляются, а проектное финансирование может быть напрямую связано с прогнозом развития инвестиционной деятельности страны в целом.

- *Прямые инвестиции*. Прогноз обычно основан на экстраполяции тенденций последних лет с поправкой на новые факторы, которые могут повлиять на рост или сокращение притока движения капитала. В числе факторов, обеспечивающих увеличение притока прямых инвестиций, – рост политической стабильности, усовершенствование правовой базы, укрепление макроэкономической стабильности, благоприятные прогнозы роста, открытие новых залежей природных ресурсов и многие другие. В странах со стабильной мак-

роэкономической обстановкой чистое движение прямых инвестций можно принять равным их среднему значению за 3–5 последних 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 означают, что она станет точкой притяжения портфельных инвестиций: завышенные по сравнению со среднемировыми процентные ставки могут отражать лишь рисковую премию, которую желает получить иностранный инвестор в качестве оплаты за повышенный политический риск инвестиций. В условиях плавающего валютного курса движение портфельных инвестиций, связанных с колебанием процентной ставки, зависит также и от ожиданий инвесторов относительно изменения валютного курса. При прогнозировании полезно различать портфельные инвестиции в акции (в собственность, не создающую долга) и в долг (в долговые 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 равняется 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 в основном на прогнозе развития экспорта и импорта, поскольку в основном это торговые кредиты, предоставляемые на срок от 3 до 12 месяцев. В прогнозе счета движения капитала важно различать потоки капитала, создающие внешнюю задолженность (*debt creating flows*), и потоки капитала, не создающие внешней задолженности (*non-debt creating flows*).

К потокам, создающим внешнюю задолженность (*debt creating flows*), относятся все займы и кредиты, получаемые как правительством, так и частными компаниями. К потокам капитала, не создающим внешней задолженности (*non-debt creating flows*), относятся прямые и портфельные инвестиции, движение иностранных активов коммерческих банков. Соответственно, чистые потоки, создающие внешнюю задолженность (получение кредитов минус выплаты по долгам), должны добавляться к сумме совокупного внешнего долга страны. Прогноз темпа роста краткосрочного капитала может соответствовать темпу роста номинального импорта, оцененного ранее.

Финансирующие статьи платежного баланса, находящиеся «под чертой», состоят из официальных резервных активов (резервов). Резервы могут находиться в распоряжении ЦБ и/или министерства финансов или некоторых других правительственных органов (инвестиционных

агентств, комитетов по управлению государственным имуществом и т.п.). Критически важно различать валютные резервы ЦБ, которые в основном используются для поддержания курса национальной валюты, и валютные резервы правительства, которые могут использоваться для оплаты за правительственный импорт и для платежей по правительственным кредитам. В обзоре денежной сферы учитываются только иностранные активы ЦБ – монетарное золото, специальные права заимствования (СДР), резервная позиция в МВФ, иностранная валюта, которая может находиться в виде наличной валюты или депозитов в центральном или коммерческих банках, и иностранных ценных бумаг – акций, облигаций, инструментов денежного рынка, финансовых деривативов. 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 равняться с противоположным знаком сумме изменения всех статей платежного баланса, находящихся над чертой в его аналитическом представлении. Поэтому изменение резервов может рассчитываться как остаточная величина. Но прогнозирование резервов осложняется тем, что действительно балансирующей чертой платежного баланса являются «чистые пропуски и ошибки», находящиеся над чертой, тогда как изменение резервов под чертой точно известно. При прогнозировании изменение «чистых пропусков и ошибок» полагается равным нулю; пропуски и ошибки не прогнозируются.

Поэтому прогнозирование платежного баланса не столько арифметическое, сколько логическое упражнение. Его логика для гипотетической, хотя и весьма типичной страны примерно следующая. Несмотря на то что торговый баланс положителен, сальдо текущего баланса находится в дефиците обычно из-за большого дефицита по статьям услуг и трансфертов. В идеале финансироваться этот дефицит должен за счет такого же (с обратным знаком) положительного сальдо по движению капитала. Однако в подавляющем большинстве случаев чистого притока капитала недостаточно и платежный баланс в целом все-таки оказывается отрицательным. По теории отрицательное сальдо платежного баланса должно финансироваться за счет сокращения резервов. Однако размер резервов, так же как их изменение, из года в год известен. Их изменение никогда не совпадет по величине с цифрой отрицательного сальдо платежного баланса, которое оно должно финансировать. Разность относится на счет «чистых пропусков и ошибок».

Поэтому прогнозирование резервов ЦБ осуществляется по каждому компоненту, а не как остаточная величина в платежном балансе. Задачу несколько упрощает то, что во многих странах размер резервов и их компонентов регулируется законом и большинство составляющих не меняется из года в год.

- *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 – МВФ осуществляет пропорционально квоте каждой страны члена. Страна может также купить СДР у других стран, у которых они есть. О рас-

пределении 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 быть меньше 100% наличных денег в обращении. Прогнозирование валютных резервов может быть основано на том, какой – положительный или отрицательный – знак имеет сальдо платежного баланса. Если платежный баланс отрицательный, логично предположить, что резервы будут сокращаться, если положительный – увеличиваться. Прогнозирование резервов осложняется тем, что реально балансирующей статьей являются «чистые пропуски и ошибки», находящиеся «над чертой». Эта статья резервов реально может изменяться и является основным источником финансирования платежного баланса.

- *Использование кредита МВФ*. В случае если иностранной валюты в распоряжении 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 чертой» в платежном балансе, т.е. показываются как изменение резервов. Прогнозирование этой статьи основано на информации о переговорах между страной и МВФ о предоставлении ей одного из кредитов. Если переговоры не ведутся, то показатели этой статьи резервов можно принять постоянными – равными взносу страны в капитал МВФ, если страна никогда не пользовалась его кредитами, и равными выплатам по прошлым кредитам, если таковые имелись. Особый случай, если страна ведет переговоры с МВФ о кредите. Его величина может быть весьма существенной и составлять весомую, а в некоторых развивающихся странах – практически единственную статью государственных резервов. Размер кредита устанавливается как процент от квоты страны в МВФ и зависит от типа предоставляемого кредита.

Прогнозирование валютных резервов правительства, которые в большинстве случаев известны только высшим государственным чиновникам, – вопрос логики и догадки. Если платежный баланс в целом продолжает оставаться отрицательным на протяжении нескольких лет, то логично предположить, что правительство будет использовать имеющиеся у него резервы для покрытия этого сальдо.

Поскольку резервы правительства будут использоваться преимущественно на платежи по долгам и импорту, важно оценить, на сколько этих резервов хватит, если платежный баланс будет продолжать оставаться отрицательным. Для этого объем всех официальных резервов соотносится с объемом импорта товаров и нефакторных услуг. Из счета услуг и трансфертов текущего баланса исключаются все платежи, связанные с факторами

производства – капиталом и рабочей силой, а именно платежи процентов по долгам и частные трансферты. Затем размер официальных резервов выражается в количестве месяцев импорта товаров и нефакторных услуг в соответствии со следующей формулой:

$$\varepsilon = \frac{R_{CB} + FA_g}{IM} \times 12,$$

где ε – размер резервов в количестве месяцев импорта; R_{CB} – валовые иностранные активы ЦБ; FA_g – валовые иностранные активы правительства; IM – годовой импорт товаров и нефакторных услуг.

Ситуация с платежным балансом, даже если он находится в дефиците, считается нормальной, если страна располагает резервами в размере четырех и больше месяцев импорта товаров и нефакторных услуг. Падение этого соотношения – свидетельство надвигающихся проблем с оплатой внешних обязательств страны.

До начала прогноза во избежание пустой 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 суммы их рассчитываются большинством стран в долларах.

Периодичность данных. Какова периодичность данных платежного баланса? Если, как 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 принять суждение относительно того, насколько квартальная динамика важна для макроэкономической ситуации анализируемой страны и, соответственно, осуществлять квартальный прогноз при больших затратах или годовой прогноз при меньших затратах.

Поступления/платежи и нетто-прогноз. Платежный баланс необходимо составлять и прогнозировать постатейный, отдельно поступления и платежи. Ключевые статьи экспорта и импорта товаров и услуг, которые отвечают за значительную долю (порядка 30%) движений по данной группе статей, должны показываться отдельно. Агрегирование затем осуществляется путем простого суммирования прогнозов по отдельным статьям, что значительно облегчит последующую интерпретацию полученных суммарных данных, по крайней мере поможет ответить на вопрос, почему прогнозируется снижение экспорта, хотя по всем статьям, кроме одной, экспорт растет. Эта одна статья, если она важная, 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 тенденций. При составлении нетто-прогноза (поступления минус платежи) исходят из неизменности всех трендов в движении поступлений и платежей, что является очень важным 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 двух-трех крупных торговых кредитов, о которых промелькнет информация в газетах, что-либо конкретное установить невозможно.

Предшествующие годы. 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, все придется начинать сначала. Предпочтительно иметь окончательные данные за минимум 20 лет или 20 других временны́х периодов (кварталов, месяцев), на что можно рассчитывать только при анализе платежного баланса развитых стран. Данные по платежному балансу за прошлый (истекший) год, даже если они уже опубликованы, никогда нельзя считать окончательными – они наверняка будут пересмотрены. Поэтому прошлый год лучше всего исключать из эконометрической оценки, но учитывать при вынесении суждения о надежности оцененных соотношений.

Прошлый год. Данные за прошлый год, тем не менее, необходимо тщательно сверить. Лучше всего пройти по каждой строке платежного баланса и сравнить зафиксированные в нем показатели с данными отчетности: 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 из-за исключения отдельных компонентов (стоимости транспорта и страховки из данных по импорту) и их включения в другие статьи платежного баланса.

Текущий год. Данные за текущий год по определению не могут быть полными. Предварительные данные могут быть получены только за несколько первых месяцев или пару кварталов и касаться преимущественно торговли товарами и движения государственного капитала, где таможенная и бюджетная отчетность собирается 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 – обратится к тем, кто непосредственно вовлечен в соответствующий род деятельности. Таможня обычно весьма хорошо представляет себе текущий объем и месячную динамику импорта, нефтяные, газовые и другие компании – спрос и цены на продукцию их экспорта, казначейство – объемы возможных дополнительных займов до конца года и т.д.

Будущий год. Для максимально точной оценки основных статей платежного баланса пользуются информацией, имеющейся в краткосрочных программах развития, бюджете, и 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 завершено 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 либо пересмотреть их соответствующим образом.

Среднесрочный прогноз. Представляет собой оценочный сценарий на пять лет, включая будущий год, если особых изменений в экономической политике не предвидится, и является дополнением к будущему году, 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 нескольких 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, при прогнозировании платежного баланса принципы аналитического построения частей, содержащих 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 пропуски и ошибки. Это остаточная статья платежного баланса за прошедший период. На текущий и следующий годы и в рамках среднесрочного прогноза – это непрогнозируемая статья отражает пропуски платежей, которые по каким-либо причинам не были записаны в других статьях платежного баланса, и ошибки, закравшиеся в записи отдельных статей. В прогнозной части платежного баланса она просто приравнивается нулю – ошибки не прогнозируются. Это чистая статья платежного баланса, что означает, что ошибки и пропуски могут возникать как в поступлениях, так и в платежах по любым другим статьям как текущего, так и финансового счета. Если чистые пропуски и ошибки – статья отрицательная, больше ошибок имеется в платежах, если положительные – в поступлениях. Негласное правило: чистые пропуски и ошибки приемлемы для целей анализа и прогноза, если они невелики относительно величины экспорта, сокращаются по абсолютным размерам из года в год и имеют переменный знак.

Следующие характеристики статьи чистых пропусков и ошибок 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 пропусков и ошибок может быть значительно выше среднего уровня. Данные по этим годам надо проверить – возможна ошибка. Если чистые пропуски и ошибки в среднем за несколько последних лет стабильно превышают 5% экспорта, процедура составления платежного баланса нуждается в серьезном улучшении.

- Знак показателя чистых пропусков и ошибок. Чистые пропуски и ошибки в последние годы могут быть в платежном балансе всегда положительными, всегда 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 пропусков и ошибок намного лучше отрицательного. Стабильность положительного знака означает стабильный приток финансовых ресурсов, неучтенных 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 пропусков и ошибок 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 пропусков и ошибок в платежном балансе.

- Тренд чистых пропусков и ошибок. Отсутствие тренда – роста или сокращения – лучше, чем его наличие. Также очевидно, что тренд сокращения лучше тренда роста. Если в исторических данных о чистых пропусках и ошибках наблюдается какой-то определенный тренд, это чаще всего означает классификационную проблему в статьях движения финансовых ресурсов в платежном балансе: движение ресурсов по какой-то статье хронически неправильно классифицируется или вовсе опускается, в результате чего они улавливаются в чистых пропусках и ошибках. Эта классификационная проблема должна быть решена перед началом прогноза. Хаотичное движение чистых пропусков и ошибок чаше всего является свидетельством того, что это действительно пропуски и ошибки, а не проблема классификации. Разумеется, с улучшением компиляционной практики абсолютный размер чистых пропусков и ошибок должен становиться меньше.

- Перенос чистых пропусков и ошибок в другие статьи финансового счета. При приравнивании чистых пропусков и ошибок к нулю в прогнозе платежного баланса эта статья перестает быть остаточной, балансирующей величиной. Поскольку платежный баланс по определению должен равняться нулю, на прогнозируемый период в качестве остаточной обычно берется статья движения прочего капитала в финансовом счете. Важно, чтобы размер и тренд остаточной статьи прочего капитала был сопоставим на прогнозный период с размером и трендом статьи чистых пропусков и ошибок в течение исторического периода.

Проверка на статистическую правильность. Три основных принципа проверки особенно важны при практическом прогнозировании: непрерывная проверка правильности статистических тождеств; избежание излишних формул и связок (*links*); немедленное исправление циркулярности. 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 суммы и каждого компонента, которая по определению должна быть равна нулю (текущий баланс минус компоненты = 0, экспорт минус компоненты = 0 и т.д.). В аналитическом представлении платежи за рубеж должны показываться со знаком минус, поскольку это отток средства. 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, они показываются с противоположным от реального знака (минус означает рост).
- Окончательные исходные данные по индивидуальным статьям за прошлый период должны быть введены в таблицу баланса в виде цифр, а не формул. Формулы должны быть сохранены по всем расчетным линиям исторического периода как гарантия поддержания правильности вычисления. В прогнозный период все данные вводятся 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 вычисляется как остаточная величина: финансовый счет является остаточной величиной после того, как текущий счет и движение резервов спрогнозированы экзогенно; а 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 циркулярной сноске работу по прогнозированию надо немедленно остановить и устранить циркулярность. Иначе позже найти источник циркулярности будет очень непросто.

Проверка на логику (consistency check). Среднесрочный прогноз платежного баланса, после того как механические и эконометрические манипуляции завершены, должен иметь макроэкономический смысл. Проверка на логику заключается в том, чтобы по таблице описать ситуацию с внешними платежными обязательствами анализируемой страны, которая была бы внутренне стройной и согласовывалась бы с ситуацией, вытекающей 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 быть равен нулю; изменение резервов, прогнозируемое в платежном балансе, должно быть равно изменению резервов, прогнозируемому в балансе ЦБ; получение грантов, показываемое в платежном балансе, должно быть равно получению грантов, показываемому в бюджете, и т.д.;

- Тенденции ключевых взаимосвязанных в рамках платежного баланса показателей должны быть одинаковыми – если прогнозируется рост экспорта, не может прогнозироваться снижение поступлений от его транспортировки, на котором весь этот экспорт перевозится; если прогнозируется рост потоков капитала, создающих долг, не может прогнозироваться сокращение текущих переводов процентов за рубеж, и т.д.;
- Тенденции соответствующих статей платежного баланса должны соответствовать принятым допущениям о тенденциях развития ключевых экзогенных показателей, от которых они зависят – 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 позволяет составить описание внешней платежной ситуации в стране в прошлом, текущем и будущем периодах, 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.

РЕЗЮМЕ

1. 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. 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.

2. 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 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 трансфер-

тов. В счете движения капитала надо как можно полнее уловить все финансирование, которое страна получает для осуществления текущих операций. Высокий уровень пропусков и ошибок свидетельствует о недостаточно полной информации о движении капитала. Для обеспечения межстрановых сопоставлений сальдо текущего баланса и сальдо платежного баланса в целом показываются как процент ВВП. В аналитических целях по данным платежного баланса может рассчитываться ряд аналитических соотношений, из которых наиболее важными являются следующие: кредит товаров и услуг/валовый внутренний продукт, дебет инвестиционного дохода/дебет счета текущих операций, баланс счета текущих операций/валовый внутренний продукт, резервы на конец периода/импорт товаров и услуг, валовый (чистый) внешний долг/валовый внутренний продукт, валовый (чистый) внешний долг/экспорт товаров и услуг, обслуживание долга/экспорт товаров и услуг.

3. 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, 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 и признан неустойчивым, причины неустойчивости могут быть внутренние (низкие сбережения и высокая абсорбция) или внешние. Если текущий баланс в профиците, это может быть свидетельством устойчивости экономики, но и может отражать многие ее проблемы, такие как бегство капитала, искусственно низкий валютный курс или рестриктивная импортная политика. Ситуация с текущим балансом согласовывается 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.

4. 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 исторический период и предварительных данных за прошлый год и осуществляется на конец текущего года и на ближайшие пять лет. Прогнозирование осуществляется на дезагрегированном уровне отдельных наиболее значимых статей в стоимостном выражении, но желательно отдельно объемов и цен, с использованием наиболее приемлемых для каждой статьи методов. Эти методы разнообразны: 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 показателе; сохранение линейного тренда прошлых лет, построения и оцен-

ки эконометрической модели. Каждая статья платежного баланса может прогнозироваться как со стороны спроса, так и со стороны 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.

Заключение

Завершая рассмотрение международной макроэкономики, сведем рассмотренные аргументы в единую схему. Открытая экономика характеризуется логикой движения, отличной от закрытой экономики. Она постоянно отклоняется от равновесия, что проявляется в дисбалансе международных платежей и отклонении курса национальной валюты от уровня, соответствующего фундаментальным показателям. Отрытая экономика не может самонастраиваться и требует постоянной корректировки на национальном и многостороннем уровне. Направления такой корректировки разрабатываются в рамках макроэкономической программы.

Макроэкономика открытой экономики. Открытая экономика и описывающие ее макроэкономические модели существенно отличаются от закрытой экономики. В открытой экономике резиденты могут потреблять как результаты собственного производства, так и производства нерезидентов и инвестировать как собственные сбережения, так и привлекать сбережения нерезидентов. Помимо реального, бюджетного и монетарного секторов, открытая экономика включает также и внешний сектор, представленный платежным балансом страны, который в явной форме отражает все потоки платежей между резидентами и нерезидентами. Все сектора связаны друг с другом. В открытой экономике при осуществлении платежей между резидентами и нерезидентами используются различные валюты, которые обмениваются друг на друга по валютному курсу.

Международные макроэкономические балансы могут быть представлены в виде пяти основных тождеств международной макроэкономики: баланса сбережений и инвестиций, баланса национальных сбережений, баланса государственного бюджета, баланса спроса на деньги и их предложения и платежного баланса. Платежный баланс, представляющий собой статистический отчет об экономических операциях между резидентами и нерезидентами, играет центральную роль в международной макроэкономике, связывая секторальные балансы с остальным миром. Международная инвестиционная позиция показывает накопленные запасы внешних финансовых активов резидентов и их обязательств перед нерезидентами на определенную дату.

Международная финансовая система включает насколько рынков – валютный рынок, рынок долговых обязательств, рынок титулов собственности и рынок финансовых деривативов. Регулирование и мониторинг международных экономических и финансовых процессов сосредоточены в рамках небольшого количества организаций. Наиболее универсальными из них являются МВФ, занимающийся макроэкономической политикой; ВТО, согласовывающая торговую политику; ООН, последние годы все более направляющая свои усилия на социальные вопросы; группа Мирового банка, концентрирующаяся на проблемах развития и структурных реформах.

Международная валютно-финансовая система. Международная валютно-финансовая система представляет собой закрепленную в международных соглашениях форму организации валютно-финансовых отношений, функционирующих самостоятельно или обслуживающих международное движение товаров и факторов производства. Валютными элементами системы являются национальные валюты, условия их взаимной конвертируемости и обращения, валютный паритет, валютный курс и национальные и международные механизмы его регулирования. Финансовыми элементами системы являются международные финансовые рынки и механизмы торговли конкретными финансовыми инструментами – валютой, ценными бумагами, кредитами. Механизмы международного финансирования выступают ключевыми элементами макроэкономической корректировки.

Валютный курс – цена единицы валюты одной страны в валюте другой страны.

Выбор режима валютного курса зависит от приоритетов экономической политики. 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 на международное движение 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.

Курс национальной валюты определяется на основе спроса и предложения на иностранную валюту – движения платежей по текущему счету платежного баланса, финансовому счету и счету движения резервов. Оценка соответствия уровня наблюдаемого валютного курса фундаментальным макроэкономическим показателям может делаться с использованием нескольких подходов – подхода паритета покупательной способности, подхода макроэкономического баланса, подхода внешней устойчивости и подхода равновесного реального эффективного валютного курса. Вывод о необходимости и масштабах изменения валютного курса основывается на экспертном суждении с учетом результатов оценок, полученных в соответствии со всеми четырьмя методологическими подходами. При вынесении суждения необходимо принимать во внимание, что изменение номинального уровня фиксированного курса (чаще всего девальвация) в случае его отклонения от фундаментальных показателей (чаще всего завышение) является только одним из многих инструментов исправления внешнего дисбаланса. В числе других, и не менее эффективных, – бюджетная политика (внутренняя девальвация), монетарная политика, политика движения капитала, и структурная политика.

Макроэкономическая корректировка. Открытая экономика описывается несколькими теоретическими моделями – расширенной кейнсианской моделью доходов и расходов, моделью *IS-LM-BP*, моделью совокупного спроса и предложения (модель *AD-AS*). Глобальными целями макроэкономической политики является обеспечение устойчивого роста, низкой и предсказуемой инфляции и социально приемлемого уровня безработицы. Главной операционной задачей целенаправленной макроэкономической политики открытой экономики является одновременное достижение внутреннего и внеш-

него баланса, т.е. макроэкономического баланса. Для этого правительство может регулировать совокупный спрос или совокупное предложение.

В распоряжении государства имеются четыре основных инструмента макроэкономической политики: бюджетная, денежная, валютная, движения капитала. Бюджетная и денежная политика находятся под полным контролем властей, и использование их инструментов не оказывает прямого и немедленного влияния на другие страны. Политика валютного курса и движения капитала также контролируется властями, однако любые изменения в ней окажут прямое и немедленное воздействие на интересы других стран. Для оптимального использования инструментов экономической политики количество преследуемых целей не может превышать количество имеющихся в распоряжении властей инструментов; для достижения каждой цели должен использоваться, по меньшей мере, один основной и один вспомогательный инструмент, и действие этого инструмента направлено на ту проблему, в решении которой его использование наиболее эффективно.

Правительства сталкиваются с неразрешимой трилеммой: они не могут одновременно достичь трех целей макроэкономической политики. А именно поддерживать фиксированный режим валютного курса, использовать преимущества международного движения капитала и проводить эффективную денежно-кредитную политику. Или в качестве альтернативы поддерживать гибкий обменный курс, использовать преимущества международной мобильности капитала и проводить эффективную бюджетную политику. Страны могут выбрать только две цели одновременно, но не все три.

Целенаправленная макроэкономическая корректировка предполагает использование правительством инструментов экономической политики для одновременного достижения внутреннего и внешнего баланса. В условиях фиксированного валютного курса бюджетная политика может эффективно использоваться в качестве инструмента целенаправленной макроэкономической корректировки, но монетарная политика практически неэффективна в случае любой политики в отношении международной мобильности капитала. В условиях плавающего валютного курса в распоряжении правительства остаются только инструменты бюджетной и денежной политики. Бюджетная политика является эффективным средством корректировки только в условиях полной или высокой немобильности капитала; монетарная политика служит эффективным средством макроэкономической корректировки на фоне практически любой политики в отношении движения капитала; бюджетная политика выступает наиболее эффективным инструментом независимо от режима валютного курса и степени открытости страны движению капитала. За ней следуют монетарная политика и валютная политика. Власти обладают наиболее сильными рычагами воздействия на экономику путем сочетания валютной и бюджетной политики в условиях полной и неполной мобильности капитала и фиксированного валютного курса.

Макроэкономическое программирование. Макроэкономическая программа – совокупность существующих экономических условий, поставленных экономических целей и инструментов их достижения. Главной целью макроэкономической программы является обеспечение внутренней и внешней стабильности. Процесс макроэкономического программирования заключается в определении размеров переменных, являющихся инструментами, которые обеспечивают достижение поставленных целей. Макроэкономическое программирование предусматривает учет прошлых трендов, оценку

текущего периода в экономике и прогнозировании ее на следующий год, среднюю и долгосрочную перспективу. Модель макроэкономического программирования определяет три ключевые макроэкономические переменные – изменение чистых международных резервов, изменение чистого внутреннего кредита центрального банка и изменение чистого кредита правительству со стороны денежной системы.

Управление спросом может осуществляться через использование инструментов экономической политики, которые условно можно разделить на инструменты бюджетной, денежной и внешнеэкономической политики. Управление предложением заключается в стимулировании заинтересованности и способности реального сектора производить товары и услуги при существующем уровне номинального совокупного спроса. Она включает инструменты, использование которых направлено на увеличение текущего производства путем повышения эффективности использования и распределения факторов производства – труда, капитала, земли и технологии, и инструменты стимулирования долгосрочного роста производства путем создания условий для увеличения внутренних сбережений и инвестиций, улучшения системы образования и подготовки кадров и развития новых технологий.

Программирование реального сектора экономики заключается в оценке динамики реального производства (ВВП), показателей совокупного дохода и нескольких показателей цен. Программирование бюджетного сектора состоит в оценке жизнеспособности бюджетной политики, прежде всего финансируемости дефицита бюджета и переносимости уровня государственного долга. Бюджетная политика должна быть жизнеспособной, т.е. способствовать достижению макроэкономических целей (рост, низкая инфляция, занятость) без аккумулирования непереносимого долга. В целях нивелирования последствий цикла правительство может принимать проциклические и антициклические меры. В условиях экономического подъема бюджетное расширение является проциклической мерой, а бюджетное сокращение – антициклической мерой. Напротив, в условиях экономического спада бюджетное расширение является антициклической мерой, а бюджетное сокращение – проциклической мерой. Размер вмешательства правительства в регулирование цикла оценивается фискальным импульсом – изменением в структурном балансе бюджета, вызванным целенаправленными действиями правительства.

Программирование денежного сектора состоит в определении объемов предложения широких денег, которое обеспечивало бы поддержание стабильно низкой инфляции при достаточном кредите частному сектору. Цели денежной политики включают поддержание стабильности цен, регулирование валютного курса и содействие достижению целей роста и макроэкономической политики правительства. Основные инструменты денежной политики следующие — операции на отрытом рынке, постоянно действующие механизмы и резервные требования. Трансмиссионный механизм денежной политики выглядит следующим образом: инструменты → резервные деньги → мультипликатор → широкие деньги → скорость обращения широких денег → ВВП. Логика в 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.

Программирование внешнего сектора заключается в анализе и прогнозе платежного баланса. Анализ состояния текущего баланса подразумевает определение степени платежеспособности страны

(способность страны генерировать профицит текущего счета в будущем, достаточный, чтобы расплатиться по текущему долгу) и 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.

* * *

Итак, изучена международная макроэкономика, вторичный пласт международной экономики, объясняющий международное финансирование и макроэкономическое программирование. Если международная *микро*экономика имела дело с движением товаров, услуг и факторов их производства, то международная *макро*экономика объясняет сферу международных финансов, которая частично обслуживает движение товаров, но в значительной степени является и самостоятельной сферой, не связанной с реальным сектором. Это движение происходит в рамках очень сложной макросреды современного взаимозависимого мира, включающих валютную систему и механизмы межгосударственного наблюдения и регулирования. В этих условиях большинство стран проводят политику открытой экономики. Макроэкономика международных финансов объединяет теорию открытой экономики с практикой ее программирования.

Абсолютный паритет покупательной способности (*absolute purchasing power parity, APPP*) – изменение курса между валютами двух стран равно изменению уровня цен в этих странах.

Абсорбция (*absorbtion, A*) – расходы резидентов, включая правительство, на отечественные и иностранные товары и услуги.

Автоматическая корректировка (*automatic adjustment*) – макроэкономическая корректировка в результате действий экономических законов.

Автономное предложение ликвидности (*autonomous liquidity supply*) – предложение денег, обусловленное спросом на деньги, которое не контролируется ЦБ.

Автономные расходы (*autonomous expenditure*) – расходы, не зависящие от уровня доходов.

Активные программы (*active programs*) – набор мер, которые правительство обязуется принять для достижения поставленных целей.

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

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

Акцизный налог (*excise tax*) – вид косвенного налога, имеющий целью ограничение потребления отдельных видов продукции (алкоголя, топлива, ювелирных изделий и т.д.); обеспечение финансирования определенных проектов (налог на автотранспортные средства для финансирования строительства дорог) и пополнение бюджета.

Акции (*equities, stocks, shares*) – ценные бумаги, подтверждающие право их владельца на долю в капитале компании и дающие ему право голосовать на ежегодных собраниях акционеров, избирать директоров и получать в виде дивидендов долю от прибыли компании.

Альтернативный сценарий (*alternative scenario*) – сценарий, предполагающий изменение существующей макроэкономической политики и/или внешней экономической среды.

Арбитраж (*arbitrage*) – операция, предполагающая покупку валюты или другого актива (товара, ценных бумаг) на одном рынке, ее немедленную продажу на другом рынке и получение прибыли в силу различия цены покупки и цены продажи.

Базельский комитет по банковскому надзору (*Basle Committee on Banking Supervision*) – созданный на основе соглашения между ЦБ и «Группой 10» орган, в задачу которого входит разработка минимальных принципов эффективного банковского надзора, которые рекомендуются для применения всеми центральными банками.

Базовый дефицит (*basic deficit*) – (доходы – гранты) – (расходы – инвестиции, финансируемые из-за рубежа). *Basic deficit* = (*Revenue – Grants*) – (*Expenditure – – Foreign financed investment*).

Базовый сценарий (*baseline scenario*) – сценарий, предполагающий продолжение существующей макроэкономической по-

литики и неизменность внешней экономической среды.

Баланс бюджета (*fiscal balance*) – разность между суммой доходов и расходов бюджета.

Баланс инвестиций и сбережений (*savings-investment balance*) – разность валовых сбережений и инвестиций в экономике, которые определяют знак и размер сальдо текущего платежного баланса.

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.

Большая открытая экономика (*large open economy*) – страна, которая ведет торговлю с остальным миром и изменения в уровне дохода в которой оказывают влияние на ее импорт и остальные страны.

Бюджетная политика (*fiscal policy*) – регулирование экономики путем изменения чистого государственного потребления товаров и услуг и инвестиций и использования налоговой политики.

Валовый внутренний продукт (*ВВП*) (*gross domestic product, GDP*) – добавленная стоимость, произведенная резидентами внутри страны.

Валовый национальный доход (*ВНД*) (*gross national income – GNI*) – сумма ВВП (добавленной стоимости, произведенной внутри страны) и чистого факторного дохода из-за рубежа.

Валовый национальный доход, ВНД (*gross national income, GNI*) – сумма ВВП и чистого факторного дохода (*YF*) – получения и оплаты процентов по займам плюс разность получения от оплаты доходов от зарубежных инвестиций по платежному балансу.

Валовый национальный располагаемый доход (*ВНРД*) (*gross national disposable income, GNDI*) – сумма добавленной стоимости, произведенной внутри страны, чистого факторного дохода из-за рубежа и чистых трансфертов.

Валовый национальный располагаемый доход, ВНРД (*gross national disposable income, GNDI*) – сумма ВНД и чистых трансфертов (*NT*) минус разность получения и выплаты частных и государственных переводов по платежному балансу

Валюта (*currency*) – любой товар, способный выполнять функции денег.

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

Валютное правление (*currency board*) – режим, при котором ЦБ обязуется обменивать национальную валюту на иностранную по фиксированному в законодательстве курсу и поддерживать объем национальной валюты в обращении равным объему резервов иностранной валюты при данном фиксированном курсе.

Валютные ограничения (*exchange restrictions*) – законодательные ограничение на осуществление или получение платежей в иностранной валюте.

Валютные риски (*foreign exchange risks*) – группа рисков, возникающих в связи с использованием нескольких валют в международных сделках.

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

Валютный опцион (*currency option*) – контракт, дающий определенное право купить или продать валюту за другую валюту по определенному курсу в течение определенного периода времени.

Валютный своп (*currency swap*) – контракт, по которому две стороны обмениваются потоком платежей процента в различных валютах по заранее согласованному обменному курсу в течение согласованного срока времени и основной суммой валют по достижению срока платежа.

Валютный союз (*currency union*) – группа стран, создавшая общий центральный банк, который имеет право проводить

единую денежную и валютную политику и эмитировать единую валюту.

Взносы на социальное страхование (*social contributions*) – обязательные отчисления, производимые физическими лицами или их работодателями в государственные фонды социального страхования.

Внешний баланс (*external balance*) – такое положение платежного баланса, которое отражает устойчивую платежеспособность страны и обеспечивает стабильность ее валютного курса.

Внешняя конвертируемость (*external convertibility*) – право резидентов совершать операции с иностранной валютой с нерезидентами.

Внешняя устойчивость (*external sustaiability*) – поддержание сбалансированности международных платежей на фоне приемлемых темпов долгосрочного неинфляционного роста.

Внутренний баланс (*internal balance*) – такой уровень производства и цен, который обеспечивает полную занятость труда и других факторов производства, и устойчиво низкий уровень инфляции.

Внутренний дефицит (*Domestic deficit* = = (*Revenue – Grants*) – (*Expenditure – Externally financed project expenditure – External interest payments*).

Внутренний/внешний дефицит (*domestic/external deficit*) – дефицит, рассчитанный отдельно по операциям правительства внутри страны и в его отношениях с зарубежными странами.

Внутренняя конвертируемость (*internal convertibility*) – право резидентов покупать и совершать операции внутри страны с активами в форме валютных и банковских депозитов, деноминированных в иностранной валюте.

Возрастающее соотношение капитала/выпуска (*incremental capital/output ratio, ICOR*) – аналитический инструмент, используемый для оценки общего уровня инвестиций, необходимого для обеспечения прогнозируемого уровня экономического роста.

Всемирная торговая организация (*World Trade Organization*) – механизм многостороннего согласования и регулирования политики стран-членов в области торговли товарами и услугами, урегулирования торговых споров и разработки стандартной внешнеторговой документации.

Вторичный доход (*secondary income*) – статья платежного баланса, включающая текущие трансферты между резидентами и нерезидентами.

Высококачественный рост (*high-quality growth*) – долгосрочное и непрерывное экономическое развитие страны, обеспечивающее рост занятости, сокращение бедности, гарантирующее справедливое распределение доходов, не угрожающее окружающей среде и уважающее права человека.

Гиперреакция валютного курса (*exchange rate overshooting*) – диспропорциональные резкие изменения значений валютного курса в краткосрочной перспективе по сравнению с его долгосрочными значениями, определяемыми основополагающими макроэкономическими факторами.

Государственный долг (*government debt*) – совокупность прямых обязательств правительства перед остальной экономикой и внешним миром, аккумулированных в результате бюджетных операций в прошлом, которые должны быть покрыты им за счет бюджета в будущем.

Государственный сектор (*public sector*) – все государственные единицы, осуществляющие монопольную власть в стране, направленную преимущественно на предоставление общественно-необходимых услуг.

Государственный сектор (*public sector*) – правительство (центральные, региональные и местные органы власти), фонды государственного обеспечения, Центральный (Государственный) банк и государственные предприятия.

Гранты (*grants*) – невозмещаемые необеспеченные поступления в бюджет,

не носящие принудительного характера, от иностранных правительств или международных организаций.

Денежная политика (*monetary policy*) – регулирование предложения денег в обращении с целью обеспечения стабильности цен, полной занятости и роста реального объема производства.

Денежная теория валютного курса (*monetary theory of the exchange rate*) – курс национальной валюты определяется относительным спросом и предложением денег между двумя странами.

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.

Денежный нейтралитет (*money neutrality*) – в долгосрочной перспективе рост/сокращение денежной массы на единицу должны сопровождаться ростом/сокращением на единицу всех цен, включая курс национальной валюты, при неизменном реальном предложении денег, реальной процентной ставке и других реальных макроэкономических переменных.

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

Депозитарные расписки (*depositary receipts*) – ценные бумаги, выпускаемые национальными банками и подтверждающие его владение акциями иностранных компаний.

Дефицит бюджета (*budget deficit*) – часть расходов и предоставленных кредитов, которая превосходит поступления в бюджет от налогов, грантов и погашения прошлых кредитов и которая покрывается правительством за счет полученных займов.

Дефлятор ВВП (*GDP deflator*) – один из измерителей инфляции, представляющий собой частное от деления номинального ВВП на реальный ВВП.

Диаграмма Манделла – Флеминга (*Mundell – Fleming Model*) – иллюстрация целенаправленной корректировки открытой экономики, показывающая механизм одновременного достижения внутреннего и внешнего баланса путем использования инструментов денежной и бюджетной политики.

Диаграмма Суона (*Sawn diagram*) – иллюстрация целенаправленной корректировки открытой экономики, показывающая механизм одновременного достижения внутреннего и внешнего баланса путем изменения внутренней абсорбции и валютного курса.

Дисконтное финансирование / учетное окно (*discount financing / window*) – источник кредитования, предоставляемого центральным банком коммерческим по определяемой им ставке рефинансирования.

Дискреционная корректировка (*discretionary adjustment*) – макроэкономическая корректировка путем использования правительством инструментов экономической политики.

Долгосрочная программа структурной корректировки / программа развития (*long-term structural adjustment program*) – программа продолжительностью 3–4 года, направленная на исправление глубоких структурных диспропорций в экономике и обычно включающая такие меры, как приватизация, демонополизация, изменение механизмов регулирования экономики.

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

Долларизация (*dollarization*) – использование иностранной валюты в качестве

средства обращения, единицы расчета и средства сбережения.

Допущения (*assumptions*) – факты или утверждения (предложения, аксиомы, постулаты или понятия), воспринимаемые как само собой разумеющиеся.

Доходы (*revenue*) – увеличение чистой стоимости активов государственного сектора в результате осуществления экономических операций, невозмещаемые поступления в бюджет.

Еврозона (*Eurozone*) – валютный союз, объединяющий страны Европейского союза, официальной валютой которых является евро.

Европейская валютная система (*European monetary system*) – созданная странами – членами ЕС зона скоординированного плавания по отношению к доллару курсов национальных валют с целью обеспечения их большей стабильности.

Европейский валютно-экономический союз (*European economic and monetary union*) – стадия развития валютно-финансовой интеграции стран ЕС, предусматривающая переход к единой денежной политике, создание единого центрального банка и введение единой валюты.

Жестко фиксированный режим (*hard pegs*) – режим, при котором курс национальной валюты привязан неизменным паритетом к иностранной валюте или корзине валют.

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

Закрытая экономика (*closed economy*) – страна, которая не ведет торговлю с остальным миром.

Золотовалютный стандарт (*gold exchange standard*) – международная валютная система, основанная на фиксированных паритетах валют к доллару США, который конвертируется в золото по фиксированному курсу.

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

Зрелые рынки (*mature markets*) – рынки акций США, Японии и стран ЕС, характеризующиеся высокой удельной долей организованной торговли.

Импортные пошлины (*import duties*) – вид косвенного налога, накладываемого на ввозимые из-за рубежа товары и используемого для регулирования объемов и структуры импорта.

Индекс нейтральности торгового режима (*trade neutrality index*) – рассчитывается как отношение среднего эффективного уровня защиты импорта ($AERP_{im}$) к среднему эффективному уровню защиты экспорта ($AERP_x$).

Индекс рестриктивности торговли (*trade restrictiveness index*) – усредненный показатель степени открытости торгового режима, принимающий во внимание тарифные и нетарифные ограничения и изменяющийся от 1 (наиболее открытый режим) до 15 (наиболее закрытый режим).

Индикаторы (*benchmarks*) – ориентировочные количественные показатели выполнения программы реформ, которые не являются критериями, но по которым можно судить о существующих тенденциях и заранее предвидеть проблемы.

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, и некоторые типы средне- и долгосрочного долга, в том числе 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.

Инструменты торговой политики (*trade policy measures*) – меры государственной торговой политики, направленные на расширение участия страны в международном разделении труда и стимулирование экономического роста.

Инфляционный разрыв (*inflationary gap*) – рост совокупных расходов, который обеспечит повышение размеров производства до потенциального уровня.

Исключительное финансирование (*exceptional financing*) – операции, проводимые страной, испытывающей трудности с финансированием отрицательного сальдо платежного баланса, по согласованию и при поддержке ее зарубежных партнеров в целях снижения этого сальдо до уровня, который может быть профинансирован традиционными средствами.

Исторические данные (*historical data*) – статистика основных макроэкономических показателей за как можно более длительный исторический период.

Капитальные расходы (*capital expenditures*) – расходы государства на инвестиции в основные фонды и переводы капитального характера (государственным предприятиям, местным бюджетам и пр.).

Капитальные трансферты (*capital transfers*) – трансферты, при которых право собственности на актив передается одним экономическим агентом другому, который обязывает одну из сторон приобрести или продать актив и предусматривающий аннулирование долга кредитором.

Капитальный счет (*capital account balance*) – группа статей платежного баланса, фиксирующая приобретение и продажу капитальных активов, движение капитальных трансфертов между резидентами и нерезидентами.

Квота (*quote*) – коэффициент, показывающий относительный вес страны в международной экономике.

Кейсианский крест (*Keynes' cross*) – графическое представление кейнсианской модели доходов-расходов, предложенное П. Самуэльсоном.

Конверсия долга (*debt conversion*) – превращение долга в недолговое обязательство, например в акции предприятий.

Конвертируемая валюта (*convertible currency*) – валюта, которая может свободно использоваться для международных сделок.

Конвертируемость по капитальным операциям (*capital account convertibility*) – отсутствие ограничений на платежи по операциям по финансовому счету платежного баланса, таким как прямые и портфельные инвестиции, кредиты и капитальные гранты.

Конвертируемость по текущим операциям (*current account convertibility*) – отсутствие ограничений на платежи и трансферты по текущим международным операциям, связанным с торговлей товарами, услугами, межгосударственными переводами доходов и трансфертов.

Конечные цели (*ultimate target*) – 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. В практических целях – это только кредитование ЦБ коммерческих банков и проведение им операций на открытом рынке.

Концессионное финансирование (*concessional lending*) – предоставление займов странам с низким уровнем на льготных условиях – под 0,5% годовых с выплатой через 10 лет и пятилетним льготным периодом.

Корпоративный налог (*corporate tax*) – вид прямого налога, выплачиваемого с прибыли предприятий.

Корректировка валютного курса (*exchange rate adjustment*) – изменение курса национальной валюты с целью изменения относительных внутренних цен торгуемых товаров.

Косвенные инструменты (*indirect instruments*) – механизмы денежной политики, воздействующие на факторы, определяющие спрос и предложение денег и регулирующие преимущественно предложение денег центральным банком.

Косвенные налоги (*indirect taxes*) – регулярные налоговые отчисления, выплачиваемые производителями при выпуске, продаже, покупке и конечном использовании товаров и услуг, относимых на производственные расходы.

Кредитные аукционы (*credit auctions*) – конкурентный механизм установления цены на кредиты ЦБ, который позволяет приблизить ее к рыночной цене.

Кредитные операции ЦБ (*Central Bank credit operations*) – предоставление кредитов со стороны ЦБ по устанавливаемой им ставке централизованного финансирования.

Кривая BP (*BP curve*) – кривая, показывающая возможные комбинации уровня дохода и процентной ставки, при которых платежный баланс находится в равновесии.

Кривая IS (*Investment = Saving curve, IS curve*) – кривая, показывающая возможные комбинации уровня реального дохода и реальной процентной ставки, при которых реальный сектор находится в равновесии.

Кривая LM (*Liquidity preference = Money supply curve, LM curve*) – кривая, показывающая возможные комбинации уровня реального дохода и реальной процентной ставки, при которых спрос на деньги равен предложению денег, т.е. денежный сектор находится в равновесии.

Критерии реализации (*performance criteria*) – условия, которые страна должна выполнить для того, чтобы получить согласованную сумму кредита.

Ликвидация (*liquidation*) – устранение путем законодательно оформленного банкротства нерентабельных предприятий из структуры экономики.

Ликвидность (*liquidity*) – деньги или свойство актива превращаться в деньги.

Ломбардное финансирование (*lombard financing*) – выдача кредитов со стороны ЦБ под залог, в роли которого обычно выступают государственные или первоклассные частные ценные бумаги под процент выше рыночного.

Лондонский клуб (*London Club*) – консультационный комитет крупнейших частных банков-кредиторов, заседающий в связи с их переговорами с правительствами стран-должников по вопросам реструктуризации их частной задолженности, которые обычно ведутся одним из банков от лица и по поручению других банков, участвующих в консультативном комитете.

Макроэкономическая корректировка (*macroeconomic adjustment*) – процесс приспособления экономики к изменившимся внешним и внутренним условиям в результате автоматического действия рыночных сил и/или целенаправленного проведения определенной экономической политики.

Макроэкономическая корректировка (*macroeconomic adjustment*) – приведение экономики в равновесное состояние или в состояние стабильности, когда имеющиеся дисбалансы надежно покрываются гарантированными источниками финансирования.

Макроэкономическая программа (*macroeconomic program*) – совокупность имеющегося диагноза существующей макроэкономической ситуации, поставленных экономических целей и инструментов их достижения.

Макроэкономическая устойчивость (*macroeconomic sustainability*) – одновременное достижение внутреннего и внешнего балансов.

Макроэкономический баланс (*macroeconomic balance*) – одновременное обеспечение внутреннего и внешнего балансов.

Малая открытая экономика (*small open economy*) – страна, которая ведет торговлю с остальным миром, но изменения в уровне дохода в которой не оказывают влияния на ее импорт и остальные страны.

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

Международная макроэкономика (*international macroeconomics*) – часть международной экономики, изучающая закономерности функционирования отрытой экономики отдельных стран и их крупных секторов во взаимодействии друг с другом и мирового хозяйства в целом.

Международная организация труда (*International Labor Organization*) – являющаяся с 1946 г. специализированным агентством ООН автономная международная организация, занимающаяся разработкой и согласованием международных стандартов в области рынка труда.

Международный валютный рынок (*international foreign exchange market*) – совокупность операций по обмену валют, предоставлению валютных кредитов и принятию валютных депозитов, осуществляемых между резидентами и нерезидентами.

Международный рынок долговых обязательств (*international debt market*) – совокупность операций по предоставлению и получению международных кредитов и купле-продаже титулов долга.

Международный рынок титулов собственности (*international equity market*) – рынок акций и других титулов собственности, которые являются предметом купли-продажи между резидентами и нерезидентами.

Межсекторные соответствия (*intersectoral consistencies*) – подтверждение основных тождеств международной макроэкономики на реальных секторальных данных.

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

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 IS-LM-BP (*IS-LM-BP model*) – кейнсианская модель открытой экономики, показывающая такое соотношение уровня реального дохода и реальной процентной ставки, при котором обеспечивается одновременное равновесие в трех секторах – реальном, денежном и внешнем.

Модель доходов – расходов (*income – expenditure model*) – разработанная Дж. Кейнсом модель автоматической корректировки доходов в односекторальной экономике через механизм мультипликации расходов в условиях неполной занятости, постоянства всех цен и отсутствия государственного сектора.

Модель частичной корректировки, МЧК (*partial adjustment model, PAM*) – расширение стандартной модели спроса на деньги за счет введения различия между действительным и желаемым объемом денег и механизма обеспечения желаемого объема денег.

Мониторинг (*monitoring*) – содействие возможному формулированию и обнародованию официальной точки зрения организации на те или иные проблемы,

что является способом создания общественного мнения и оказания тем самым воздействия на экономическую политику страны.

Мультипликатор большой открытой экономики (*large open economy multiplier, k″*) – коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода ΔY большой страны при изменении ее автономных расходов.

Мультипликатор малой открытой экономики (*small open economy multiplier, k′*) – коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода ΔY в результате изменения экспорта на единицу ΔX.

Мультипликатор расходов (*expenditure multiplier, к*) – коэффициент, показывающий изменение в уровне дохода ΔY в результате дополнительной единицы автономных расходов ΔA.

Надзор (*surveillance*) – функция МВФ, предусматривающая его право в соответствии со статьей IV Статей соглашения осуществлять наблюдение за политикой стран-членов в области установления валютных курсов и связанной с ней макроэкономической политикой.

Налог на добавленную стоимость, НДС (*value-added tax, VAT*) – вид косвенного налога, взимаемого с общей суммы произведенной добавленной стоимости товара или услуги.

Налог на продажу (*sales tax*) – общий налог с унифицированной ставкой, взимаемый со стоимости товаров, продаваемых в розничной и оптовой торговле.

Налоги (*taxes*) – принудительные, неоплачиваемые и безвозмездные трансферты органам государственного управления.

Налоговая база (*tax base*) – стоимость или объем, на который накладывается налог.

Налоговая ставка (*tax rate*) – определенный законом процент налоговой базы, изымаемый государством в бюджет в качестве налога.

Национальная валюта (*national currency*) – законное платежное средство на экономической территории выпускающих ее стран.

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.

Негосударственный сектор (*nongovernment/nonpublic sector*) – все остальные экономические единицы, которые не входят в государственный сектор.

Непереносимый (*неустойчивый*) *долг* (*unsustainable debt*) – уровень долга, который наносит ущерб экономическому росту и отвлекает средства от других важных государственных программ.

Непокрытый паритет процентной ставки (*uncovered interest rate parity, UIP*) – ожидаемое изменение валютного курса примерно равно разности процентных ставок между двумя странами.

Нетарифные ограничения (*non-tariff restrictions*) – регулирование внешней торговли с помощью количественных (квотирование, лицензирование, «добровольные ограничения»), скрытых (государственные закупки, требования о содержании местных компонентов, технические барьеры, налоги и сборы) или финансовых (субсидии, кредитование, демпинг) инструментов.

Норма обязательного резервирования (*reserve requirements*) – устанавливаемый ЦБ уровень денежных резервов, который КБ должен поддерживать на счетах в ЦБ и наличными в своей кассе.

Норма текущего баланса (*current account norm*) – положение текущего баланса, которое определяется фундаментальными показателями.

Ноты (*notes*) – это средне- и краткосрочные негарантированные расписки на предъявителя, выпущенные на свободный рынок со скидкой от объявленной стоимости.

Облигации (*bonds*) – инструмент заемного корпоративного и межгосударственного финансирования, ценная бумага со средним сроком погашения обычно в 3–10 лет, издающаяся под залог корпоративного или личного имущества.

Обычная фиксация (*conventional peg*) – режим, при котором курс национальной валюты законодательно зафиксирован по отношению к одной иностранной валюте или корзине иностранных валют.

Обязательства, относящиеся к резервам (*reserve-relates liabilities*) – обязательства денежных властей в иностранной валюте перед нерезидентами, которые являются прямым требованием к резервным активам страны.

Операции на открытом рынке (*open market operations*) – купля или продажа ценных бумаг или других финансовых инструментов центральным банком в целях регулирования ликвидности.

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 (*operating targets*) – денежные показатели, находящиеся под непосредственным контролем ЦБ, на которые ЦБ может оказывать существенное воздействие с помощью имеющихся в его распоряжении инструментов денежной политики.

Операционный дефицит (*operational deficit*) – общий дефицит за исключением части платежей процентов, связанной с инфляцией. Рассчитывается для высокоинфляционных стран для оценки воздействия на бюджет реального государственного долга.

Оптимальная валютная зона (*optimal currency area*) – валютная зона, в которой преимущества введения единой валюты или фиксированных курсов внутри зоны перевешивают потери, возникающие в результате отказа от национальных валют, независимой валютной и денежной политики.

Опцион (*option*) – контракт, дающий покупателю или продавцу за определенную плату право купить или продать реальный или финансовый актив в период до определенной даты по фиксированной цене.

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

Основные операции по рефинансированию (*main refinancing operations*) – главный тип операций на отрытом 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.

Относительный паритет покупательной способности (*relative purchasing power parity, RPPP*) – изменение курса между валютами двух стран пропорционально изменению уровня цен в этих странах.

Официальный потолок заимствования (*formal ceiling on borrowing*) – устанавливаемый органами законодательной власти предельный абсолютный объем внешней задолженности в течение каждого финансового или календарного года, который исполнительные органы не имеют права превышать.

Оценочная корректировка (*valuation adjustment*) – 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; изменения котировок иностранных ценных бумаг, входящих в состав иностранных активов; изменения рыночной

стоимости активов и пассивов деноминированных в национальной валюте.

Пай (*share, stock, equity participation*) в паевых инвестиционных фондах ПИФ (*mutual fund*) – долевое участие в профессионально управляемой коллективной инвестиционной схеме, в которой объединенные средства нескольких инвесторов вкладываются в акции, облигации, товары.

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

Парижский клуб (*Paris Club*) – созданная в 1956 г. организация правительств стран-кредиторов, занимающаяся наблюдением за государственной задолженностью и проведением со странами-должниками многосторонних переговоров по проблемам реструктуризации государственных долгов.

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

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

Пассивные программы (*passive programs*) – оценка возможных последствий текущей и планируемой экономической политики и тенденций развития макроэкономических переменных, которые были бы желательны для достижения поставленных целей.

Первичный базовый дефицит (*primary basic deficit*) – (доходы – гранты) – (расходы – платежи процентов по внешнему долгу – инвестиции, финансируемые из-за рубежа). *Primary basic deficit* = (*Revenue* – – *Grants*) – (*Expenditure* – *External interest* – – *Externally financed investment*).

Первичный дефицит (*primary deficit*) – доходы – (расходы – процент по внешнему долгу – процент по внутреннему долгу). *Primary deficit* = *Revenue* – (*Expenditure* – *External interest* – *Domestic interest*).

Первичный доход (*primary income*) – доход, получаемый экономическими агентами за их вклад в производственный процесс путем предоставления услуг труда, финансовых активов, и сдачу в аренду природных ресурсов другим экономическим агентам.

Перенос платежей по долгу (*debt rescheduling*) – соглашение об отсрочке платежей по обслуживанию долга и применение новых продленных сроков платежа.

Переносимость (*устойчивость*) *долга* (*debt sustainability*) – способность страны осуществлять платежи по долгу в долгосрочном периоде, не подрывая макроэкономическую стабильность.

Переносимый (*усточивый*) *долг* (*sustainable debt*) – уровень долга, который правительство в состоянии обслуживать, без ущерба для экономического роста и без отвлечения средств от других важных государственных программ.

Переоцененная/недооцененная валюта (*overvalued/undervalued currency*) – валюта, реальный курс которой выше, или ниже, чем курс, рассчитанный на основе ППС.

Плавающие курсы (*floating*) – режим, при котором денежные власти не ставят задачу поддержания определенного уровня или направления изменения валютного курса и воздействуют на него только с целью сглаживания чрезмерной волатильности.

Платежеспособность (*solvency*) – способность страны генерировать профицит текущего счета в будущем, достаточный, чтобы расплатиться по текущему долгу.

Платежный баланс (*balance of payments*) – статистический отчет об экономических операциях между резидентами и нерезидентами в течение определенного периода времени.

Подоходный налог (*income tax*) – вид прямого налога, который выплачивается физическими лицами как процент от зарплаты и других доходов.

Подразумеваемый текущий баланс (*underlying current account balance,* CAB^U) – уровень текущего баланса, который мог бы возникнуть при существующем уровне номинального валютного курса, при предположении, что производство всех стран находится на уровне потенциального, прошлые изменения валютного курса уже полностью отразились на экономике и все временные факторы, влияющие на текущий баланс, устранены.

Подход внешней устойчивости (*external sustainability approach, ES approach*) – расчет изменения валютного курса, необходимого для изменения текущего баланса, чтобы стабилизировать чистые иностранные активы страны на оптимальном уровне.

Подход платежного баланса (*balance of payments approach*) – курс национальной валюты, определяемый совокупным спросом на нее и ее предложением.

Подход равновесного реального эффективного валютного курса (*equilibrium real effective exchange rate approach, EREER*) – непосредственное измерение отклонения существующего валютного курса от уровня, определяемого фундаментальными показателями.

Покрытый паритет процентной ставки (*covered interest rate parity, CIP*) – разность между форвардным валютным курсом и курсом спот примерно равна разности процентных ставок между двумя странами.

Политика валютного курса (*exchange rate policy*) – режим валютного курса, проводимый страной, механизмы его поддержания и регулирования.

Политика движения капитала (*current and financial account policies*) – ограничения на международное движение капитала при расчетах по текущим и капитальным операциям платежного баланса.

Политика изменения расходов (*expenditure-changing policies*) – управление совокупным спросом, предусматривающее использование денежной и бюджетной политики в целях достижения внутреннего баланса.

Политика переключения расходов (*expenditure-switching policies*) – управление совокупным спросом, предусматривающее использование валютного курса для переключения расходов с иностранных на национальные товары с целью достижения внешнего баланса.

Политика расходов (*expenditure policy*) – набор инструментов бюджетной политики, обеспечивающих целенаправленное распределение бюджетных средств.

Политика регулирования предложения (*supply-side policy*) – государственная политика, направленная на усиление заинтересованности и способности реального сектора производить товары и услуги.

Полная конвертируемость (*full convertibility*) – отсутствие какого бы то ни было контроля и каких-либо ограничений по текущим и капитальным операциям.

Полный дефицит (*overall deficit*) – доходы минус расходы.

Полный дефицит, исключая гранты (*overall deficit, excluding grants*) – доходы минус гранты минус расходы.

Портфельные инвестиции (*portfolio investment*) – группа статей платежного баланса, показывающая взаимоотношения между резидентами и нерезидентами в торговле ценными бумагами (титулами долга или собственности), не включенными в прямые инвестиции и резервные активы, и не дающая право контроля над объектом инвестиций.

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.

Потенциальный профицит (*incipient surplus*) – такое сочетание дохода и процентной ставки, которое привело бы к профициту платежного баланса при фиксированном валютном курсе, а при плавающем – его повышению.

Потенциальный дефицит (*incipient deficit*) – такое сочетание дохода и процентной ставки, которое привело бы к дефициту платежного баланса при фиксированном валютном курсе, а при плавающем курсе – его снижению.

Потенциальный уровень производства (*potential output*) – уровень производства, достижимый при полном использовании имеющихся факторов производства и не ведущий к росту инфляции.

Потоки, не создающие долг (*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 (*debt creating flows*) – международное движение капитала, требующее выплаты процента на основе договорных обязательств и приводящее к изменению уровня внешней задолженности страны.

Правило иностранных инвестиций (*foreign investment rule*) – доход на иностранные инвестиции в национальной валюте равен сумме процентной ставки за рубежом и проценту изменения курса иностранной валюты по отношению к национальной.

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*) – постоянные темпы роста предложения денег, позволяющие обеспечить устойчивые темпы роста ВВП.

Правило соответствия росту номинального ВВП (*nominal GDP growth rate rule*) – темпы роста предложения денег, равные темпам роста номинального ВВП.

Правило Тинбергена (*Tinbergen's Rule*) – для достижения определенного количества экономических целей необходимо использовать такое же или большее количество инструментов макроэкономической политики.

Правило уровня цен (*price level rule*) – рост предложения денег, соответствующий цели поддержания цен на определенном уровне.

Предварительные меры (*prior actions*) – мероприятия по реформе экономики, которые правительство обязуется осуществить до того, как получит финансирование от МВФ, как жест доброй воли и подтверждение серьезности своих реформистских намерений.

Предельная склонность к импорту (*marginal propensity to import* (*MPM*) – изменение в уровне импорта (ΔM) в результате изменения дохода на единицу (ΔY).

Предельная склонность к потреблению (*marginal propensity to consume, MPC*) – изменение в уровне потребления ΔC в результате изменения дохода ΔY на единицу.

Предельная склонность к сбережению (*marginal propensity to save, MPS*) – изменение в уровне сбережений ΔS в результате изменения дохода ΔY на единицу.

Предложение денег (*money supply*) – количество денег в экономике, в соответствии с наиболее широким определением, принятым в данной стране.

Предоплата (*prepayment*) – выплата должником всего или части долга, обычно с дисконтом, до наступления даты платежа.

Приватизация (*privatization*) – продажа предприятий частным акционерам в расчете на повышение эффективности его функционирования в результате принятия более ответственных инвестицион-

ных и производственных решений частными владельцами.

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.

Проверка (*review*) – обзор выполнения программы, периодически проводимый сотрудниками МВФ и его Исполнительным советом.

Прогноз (*projection*) – расчет и предсказание будущих экономических тенденций на основе анализа исторической и текущей информации.

Промежуточные цели (*intermediate targets*) – денежные агрегаты, на движение которых ЦБ может оказывать некоторое воздействие путем достижения операционных целей.

Прощение долга (*debt forgiveness*) – добровольное аннулирование долга кредитором на основе соглашения с должником.

Прямые инвестиции (*direct investment*) – инвестиции между резидентами и нерезидентами, дающие инвестору существенный контроль над объектом инвестирования.

Прямые инструменты денежной политики (*direct instruments of monetary policy*) – механизмы денежной политики, непосредственно влияющие на цены (процентные ставки) или количества (размеры кредитов) и регулирующие предложение денег коммерческими банками.

Прямые налоги (*direct taxes*) – регулярные налоговые отчисления, выплачиваемые физическими и юридическими лицами со всех видов получаемых доходов, включая прибыль, зарплату и доходы от собственности.

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

Прямые форварды (*outright forward*) – одиночные непосредственные сделки по обмену двух валют по оговоренному на дату договора курсу на определенную стоимость и с доставкой за наличный расчет в течение более двух рабочих дней.

Распределение политики (*policy assignment*) – закрепление экономических инструментов за решением определенных проблем экономической политики.

Расходы (*expenditure, expenses*) – уменьшение чистой стоимости активов государственного сектора в результате экономических операций, невозмещаемые безвозмездные платежи правительства из бюджета для финансирования текущих или капитальных расходов.

Расчетные риски (*settlement risks*) – риски, возникающие в связи со сбоями в системе международных расчетов по валютным операциям.

Реабилитация (*reabilitation*) – сокращение участия государства в повседневном управлении и поддержке государственного предприятия, которое начинает наравне конкурировать с аналогичными предприятиями частного сектора.

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

Регулирование (*regulation*) – побуждение стран к выполнению рекомендаций международного сообщества через принятие соответствующих международных норм и создание механизмов принуждения к их исполнению.

Режим без самостоятельного денежного средства (*exchange rate with no separate legal tender*) – режим, при котором в качестве денежной единицы используется иностранная валюта.

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 какой-либо другой стране, должны быть немедленно и без условий (*immediately and unconditionally*) распространены на все остальные страны.

Резервная валюта (*reserve currency*) – валюты, в которых страны держат свои международные резервные активы, используемые для покрытия дефицита платежного баланса и интервенций на валютном рынке.

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, регулирования курса национальной валюты и других целей, таких как поддержание доверия к национальной валюте и получение иностранных займов.

Резервные деньги (*reserve money*) – обязательства органов денежного управления перед остальным экономическими агентами.

Рефинансирование долга (*debt refinancing*) – превращение первоначального долга в новый долговой инструмент, при котором основной долг погашается, но возникает новый долг.

Рецессионный разрыв (*recessionary gap*) – сокращение совокупных расходов, которые обеспечат снижение размеров производства до потенциального уровня.

Рыночная цена (*market price*) – сумма, которую продавец принимает от покупателя, который добровольно ее отдает, в рамках конкретной сделки.

Сбережения (*savings, S*) – та часть выпуска или дохода, в любом из трех описанных выше определений *Y*, которая не была потреблена.

Свободно используемая валюта (*freely usable currency*) – валюта, которая отвечает двум критериям: (i) широко используется для осуществления платежей по международным сделкам и (ii) активно торгуется на главных валютных рынках.

Свободное плавание (*free floating*) – режим, при котором уровнь валютного курса определяется только на основании спроса и предложения на иностранную валюту.

Своп (*swaps*) – контракты, в рамках которых стороны договариваются обменяться потоками платежей на основе некоторой номинальной суммы в течение определенного периода.

Свопы с иностранной валютой (*foreign exchange swaps*) – сделки, заключающиеся в обмене двумя валютами в определенную дату по курсу, согласованному на момент заключения договора (*short leg*), и обратный обмен теми же двумя валютами в определенную дату в будущем (*long leg*), обычно по курсу, отличному от начального, но согласованного на момент заключения договора.

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.

Сделки спот (*spot transactions*) – одиночные непосредственные сделки по обмену двух валют по оговоренному на дату договора курсу определенной стоимости и с доставкой за наличный расчет в течение двух рабочих дней.

Сенсорный сценарий (*sensitivity scenario*) – сценарий, помогающий оценить риск,

связанный с реализацией базового сценария.

Система национальных счетов, СНС (*System of National Accounts, SNA*) – статистическая система учета различных видов экономической деятельности, применяемая для описания и анализа макроэкономических процессов

Скользящая фиксация (*crawling peg*) – режим, при котором денежные власти периодически изменяют паритет в зависимости от изменения определенного количественного индикатора соответствия с заранее установленными правилами.

Снижение и связывание тарифов (*tariff reduction and binding*) – принятие страной многосторонних обязательств не повышать тариф в будущем сверх уровня, согласованного с торговыми партнерами и указанного в списках ее обязательств в рамках ВТО (*WTO schedules of commitments*).

Совокупное предложение (*aggregate supply, AS*) – предложение всех товаров и услуг при существующем общем уровне цен.

Совокупное предложение в долгосрочной перспективе (*long-run aggregate supply,* AS^{lr}) – не зависящее от общего уровня цен потенциальное предложение товаров и услуг, которые можно произвести при максимальном использовании (полной занятости) имеющихся факторов производства.

Совокупное предложение в краткосрочной перспективе (*short-run aggregate supply,* AS^{sr}) – текущее предложение всех товаров, находящихся в распоряжении страны, при существующем общем уровне цен.

Совокупный спрос (*aggregate demand, AD*) – спрос, предъявляемый на все товары и услуги при существующем общем уровне цен.

Соглашения, подобные скользящим (*crawling-like arrangements*) – режим, при котором курс находится в рамках 2% пояса по отношению к центральному тренду, определенному статистическими методами, в течение более шести месяцев.

Содействие (*facilitation*) – организация международных конференций, сбор и анализ статистических и фактических материалов, публикация и распространение статистики и исследований, предоставление помещений для проведения многосторонних и двусторонних переговоров.

Сочетание политик (*policy mix*) – комбинация и последовательность использования инструментов для решения задач экономической политики.

Специальные права заимствования – СДР (*special drawing rights, SDR*) – международный резервный актив, созданный МВФ в 1969 г. и периодически распределяемый между странами-членами пропорционально их квотам в МВФ.

Стабилизационная / краткосрочная корректировочная программа (*stabilization / short-term adjustment program*) – программа продолжительностью до 1–1,5 года, направленная на единовременное исправление дисбалансов, не связанных с глубокими структурными проблемами экономики.

Стабилизационные соглашения (*stabilized arrangements*) – режим, при котором курс колеблется в пределах 2% по отношению к индивидуальной иностранной валюте или валютному композиту, к которому фиксирован курс, на рынке спот в течение каждых шести и более месяцев и при этом не считается официально плавающим.

Стимулирование сбережений (*saving incentives*) – создание благоприятного климата для увеличения сбережений резидентов и привлечения сбережений нерезидентов.

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

Структурный дефицит (*structural deficit*) – дефицит, возникающий при ис-

ключении единоразовых расходов и доходов, и факторов, связанных с бизнес-циклом.

Тарифные ограничения (*tariff restrictions*) – инструмент регулирования внешней торговли с помощью таможенных пошлин и тарифных квот.

Текущая / финансовая программа (*current / financial program*) – программа среднесрочного планирования или прогнозирования макроэкономического развития страны.

Текущие расходы (*current expenditures*) – расходы государства на потребление (выплату зарплат госслужащим, закупку товаров и услуг, ликвидацию чрезвычайных ситуаций) и выплату процента по внутреннему и внешнему долгу, субсидии и трансферты (в местные бюджеты, государственным предприятиям, частному сектору и пр.).

Текущие трансферты (*current transfers*) – безвозвратное предоставление товаров, услуг, финансовых активов или других непроизводственных активов одним экономическим агентом другому.

Текущий счет (*current account*) – часть платежного баланса страны, показывающая платежи за потоки товаров, услуг, первичного дохода, вторичного дохода между резидентами и нерезидентами.

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

Теория абсолютного ППС (*absolute purchasing parity theory*) – равенство обменного курса между валютами двух стран уровню цен в этих странах.

Теория относительного ППС (*relative PPP theory*) – изменение обменного курса между валютами двух стран пропорционально изменению уровня относительных цен в этих странах.

Техническая помощь (*technical assistance*) – содействие МВФ странам-членам в области денежной, валютной политики и банковского надзора, бюджетной и налоговой политики, статистики, разработки финансового и экономического законодательства и подготовки кадров.

Товары (*goods*) – физические предметы, произведенные человеком, находящиеся в собственности экономического агента, который может передавать их другим экономическим агентам путем совершения экономических операций.

Управление валютным курсом (*exchange rate management*) – политика государства относительно выбора режима валютного курса и поддержания его уровня.

Управление внешним долгом (*external debt management*) – комплекс инструментов внешнеэкономической политики, обеспечивающих поддержание уровня и структуры внешней задолженности на приемлемом уровне, не ставящем под вопрос перспективы долгосрочного роста страны.

Услуги (*services*) – результат производительной деятельности, в результате которой изменяются условия экономических агентов или облегчается обмен продуктами или финансовыми активами.

Уставные коэффициенты ликвидности (*statutory liquidity rations*) – устанавливаемые ЦБ соотношения размеров активов и капитала для коммерческих банков денежными властями с целью сокращения риска банковских операций или стоимости займа для заемщика, которым обычно в этом случае бывает правительство.

Устойчивость текущего баланса (*current account sustainability*) – способность резидентов страны в целом финансировать дефицит текущего баланса за счет чистого притока капитала и имеющихся международных резервов при предположении о неизменной макроэкономической ситуации в стране и за рубежом.

Устойчивый рост (*sustainable growth*) – реальный экономический рост, который обеспечивает улучшение благосостояния всех членов общества.

Фиксированный курс в рамках горизонтального пояса (*pegged exchange rate within a horizontal band*) – режим, при котором курс поддерживается в пределах не меньше ±1% от центрального паритета или при котором разница между максимальным и минимальным значением курса превышает 2%.

Финансирование дефицита (*deficit financing*) – мобилизация правительством ресурсов для покрытия дефицита бюджета или распределение ресурсов, возникших в результате его положительного сальдо.

Финансирование овердрафта (*overdraft financing*) – покрытие ЦБ краткосрочного перерасхода банками собственных средств сверх остатков на их счетах под процент выше рыночного.

Финансовый деривативе (*financial derivative*) – финансовый инструмент, который привязан к другому финансовому инструменту, товару или индикатору и через который можно торговать специфический риском на финансовом рынке.

Финансовые деривативы (*financial derivatives*) – инструменты торговли финансовым риском, цены которых привязаны к другому финансовому или реальному активу.

Финансовый счет (*financial account*) – группа статей платежного баланса, охватывающих все операции, в результате которых происходит переход права собственности на финансовые активы и обязательства между резидентом и нерезидентом.

Фискальная жизнеспособность (*fiscal viability*) – состояние бюджета, которое способствует достижению макроэкономических целей (рост, низкая инфляция, занятость) без аккумулирования непереносимого долга.

Фискальное пространство (*fiscal space*) – разность между прогнозируемым первичным балансом и постоянным уровнем первичного баланса, который необходимо поддерживать для снижения уровня государственного долга до 40% ВВП к концу 20-летнего периода.

Фискальный импульс (*fiscal impulse*) – изменение в структурном балансе бюджета, вызванное целенаправленными действиями правительства.

Фискальный мультипликатор (*fiscal multiplier*) – коэффициент, показывающий рост реального ВВП в результате экзогенного изменения фискального дефицита.

Форвард (*forward*) – соглашение об отсроченной поставке финансового инструмента или товара, под которую покупатель соглашается приобрести, а продавец продать в определенную дату в будущем определенный финансовый инструмент или товар по указанной в контракте цене.

Формирующиеся рынки (*emerging markets*) – рынки акций развивающихся стран и стран с переходной экономикой, характеризующиеся высокими темпами роста, повышенным риском, низким уровнем рыночной капитализации и формирующимся механизмом правового регулирования.

Функциональная классификация (*functional classification*) – классификация расходов в соответствии с социально-экономическими задачами, которые правительство намеревается решить путем осуществления различных видов расходов.

Хеджирование (*hedging*) – компенсационные действия, предпринимаемые покупателем или продавцом на валютном рынке, чтобы предохранить свой доход в будущем от изменения валютного курса.

Целевые кредиты (*directed credits*) – кредиты, предоставляемые центральным банком коммерческим банкам для финансирования определенных проектов в соответствии с государственными приоритетами.

Ценовая эластичность импорта (*price elasticity of imports*) – параметр, показывающий насколько изменится объем импорта 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.

Чистая текущая стоимость – (*net present value, NPV*) – разность текущей стоимости будущих поступлений и текущей стоимости будущих платежей, связанных с определенным финансовым инструментом, показывающая стоимость будущих чистых поступлений по их сегодняшней стоимости.

Чистое кредитование/заимствование (*net lending/borrowing*) – общий баланс государственного бюджета (дефицит/профицит).

Чистые внутренние активы (*net domestic assets*) – разность стоимости внутренних активов и пассивов страны, консолидированных в балансе денежных властей.

Чистые иностранные активы (*net foreign assets*) – выраженные в национальной валюте разность стоимости иностранных активов и пассивов страны, консолидированных в балансе денежных властей.

Чистые пропуски и ошибки (*net errors and omissions*) – остаточная, балансирующая величина – разница между балансом в целом, который полагается равным финансированию, и суммой текущего, капитального и финансового счетов.

Чистые пропуски и ошибки (*net errors and omissions*) – статья платежного баланса, отражающая пропуски платежей, которые по каким-либо причинам не были записаны в других статьях платежного баланса, и ошибки, закравшиеся в записи отдельных платежей.

Чистые трансферты (*net transfers, NT*) – разность между переводами рабочих-мигрантов, которые считаются резидентами, из данной страны и в нее.

Широкие деньги (*broad money*) – финансовые активы, которые могут исполнять функции денег.

Шок от внутренних цен (*domestic price shock*) – корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между международными и национальными ценами из-за роста или падения последних.

Шок от зарубежной процентной ставки (*foreign interest rate shock*) – корректировки в открытой экономике, происходящие в результате резкого изменения пропорций между национальными и международными процентными ставками из-за роста или падения последних.

Шок от зарубежных цен (*foreign price shock*) – корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между национальными и международными ценами из-за роста или падения последних.

Шок от национальной процентной ставки (*domestic interest rate shock*) – корректировка в открытой экономике, происходящая в результате резкого изменения пропорций между мировой и национальной процентной ставкой из-за роста или падения последней.

Шоковый сценарий (*shock scenario*) – сценарий, предполагающий резкое изменение одного из ключевых макроэкономических допущений при неизменности остальных.

Эквивалент оценочным изменениям (*counterpart to valuation changes*) – статья аналитического представления обзора денежной сферы, показывающая размер оценочной корректировки.

Экономическая классификация (*economic classification*) – классификация по направлениям расходов, понесенных государством в связи с выполнением им своих основных функций.

Экспортные налоги (*export taxes*) – вид косвенного налога, накладываемого на вывозимые за рубеж товары и используемого для регулирования объемов и структуры экспорта.

Эластичность доходов (*revenue elasticity, e*) – отношение процентного роста налоговых поступлений (*T*) к процентному росту ВВП (*Y*) при условии отсутствия дискреционных эффектов.

Эмиссия денег (*money issue*) – выпуск центральным банком в обращение наличных денег и пополнение депозитов коммерческих банков, хранимых в ЦБ.

Эффект вытеснения (*crowding out effect*) – сокращение реального производства и дохода из-за вытеснения частных инвестиций государственными расходами.

Эффект жесткости цен (*sticky price effect*) – временная задержка в изменении цен при изменении макроэкономических условий их формирования.

Эффект роста (*growth effect*) – увеличение реального производства и дохода вследствие расширения государственного спроса.

Эффект Фишера (*Fisher effect*) – в долгосрочной перспективе изменение курса национальной валюты равно разности процентных ставок и разности прогнозируемых в них темпов инфляции между двумя странами

Э*ффективная рыночная классификация* (*effective market classification*) – принцип распределения политик, в соответствии с которым каждый инструмент экономической политики должен быть максимально задействован в решении тех задач макроэкономической корректировки, где его использование наиболее эффективно.

Автоматические эффекты – 408, 426
Абсолютный PPP – 223
Абсорбция – 14, 26, 287, 290, 358, 478, 557, 563
Автоматические стабилизаторы – 408, 433–434
Автономные расходы – 228, 230, 231
Активные программы – 348, 350, 351
Активы – 14, 18, 22–24, 28, 45–50, 52, 54–59, 61–63, 70, 80, 115, 129, 168, 175, 182–185, 189–191, 203, 213, 215, 217, 224, 266, 357, 362, 410–411, 419, 439, 444–446, 448, 455, 464, 467, 470, 472–475, 478, 481, 483, 485, 488, 491–493, 503, 506, 509, 511, 514, 519–521, 525, 546, 549, 551, 556
Активы второго уровня – 438, 451, 453, 456
Активы первого уровня – 438, 451, 453
Акции – 33, 46, 51–54, 57, 60–61, 65, 73–77, 84–85, 115–116, 174–175, 199, 415, 421, 441, 467, 478, 481, 507, 524, 548
Альтернативный сценарий – 348, 355
Аннулирование долга – 33, 47, 49, 59, 115
Арбитраж – 65, 69–71, 83, 178, 182, 185, 194

Базельский комитет по банковскому надзору – 85, 116
Базовая валюта – 145, 146
Базовый дефицит – 408, 418
Базовый сценарий – 346, 355
Баланс бюджета – 14, 25, 28, 417
Баланс денежных властей – 438, 444, 513
Баланс инвестиций и сбережений – 211, 212, 385, 398–400
Большая открытая экономика – 228, 230, 242, 243
Бюджетная политика – 139, 144, 224, 260, 276, 280, 287, 290, 292, 297, 303, 306, 313, 319–320, 327, 329, 342–345, 430–431, 436, 560–562
Бюджетный сектор – 14–16, 408, 434

Валовый внутренний продукт – 14, 15, 19, 20, 22, 45, 385, 386, 400, 521, 522, 557
Валовый национальный доход – 14, 21, 22, 45, 385, 386, 468, 478, 480
Валовый национальный располагаемый доход – 14, 21, 22, 45, 385, 387
Валюта – 53, 63, 66, 68, 122–124, 127, 128, 137, 141, 142, 149–154, 157, 160, 162, 172, 206–208, 219, 422, 435
Валюта котировки – 145, 146
Валютное замещение – 122, 127
Валютное правление – 137, 145, 160
Валютные ограничения – 145, 163
Валютный курс на основе ППС – 173, 179
Валютный опцион – 65, 67, 81
Валютный своп – 65, 67
Валютный союз – 122, 137, 138, 140, 142, 144, 145, 162
Внешнее финансирование – 14, 25, 366, 420
Внешний баланс – 276, 277, 280, 283, 285, 289, 348
Внешний сектор – 14–16, 18, 24, 263, 349
Внешняя конвертируемость – 122, 127
Внешняя устойчивость – 223, 348, 349
Внутреннее финансирование – 14, 25
Внутренние сбережения – 14, 19, 27, 28, 242, 385, 387, 524
Внутренний баланс – 276, 277, 280, 283, 284, 286, 289, 290, 292, 300, 348
Внутренний/внешний дефицит – 408, 418
Внутренняя конвертируемость – 122, 126, 127
Возрастающее соотношение капитала/выпуска – 399
Время регистрации – 33, 35
Всемирная торговая организация – 85, 90, 91
Вторичный доход – 33, 45, 47, 62
Высококачественный рост – 325, 336

Гарантированный государством долг – 65, 73
Гиперреакция валютного курса – 173, 199, 200, 201
Глобальная экономическая среда – 348, 355
Глобальные экономические допущения – 348, 355
Государственные сбережения – 14, 28, 398, 400, 406
Государственный долг – 65, 73, 408, 421–425, 435
Государственный сектор – 14, 16, 28, 408, 410, 417, 453, 527
Гранты – 20, 33, 37, 50, 125, 366, 400, 406, 408, 411, 412, 414–419, 425, 428, 435, 535, 536

Девальвация – 145, 147, 166–172, 224, 260, 284, 313–315, 318, 375, 531, 560
Денежная политика – 138, 165, 203, 262, 276, 278–281, 293, 295, 297, 300, 311, 318, 320, 332, 333, 335, 336, 345, 434, 450, 451, 482, 485, 487, 514, 561
Денежная теория валютного курса – 173, 191, 193, 197, 204
Денежные власти – 56, 57, 160, 161, 200, 438, 513, 537
Денежные переводы – 33, 47, 387
Денежный мультипликатор – 352, 438, 482, 484, 496, 517
Денежный нейтралитет – 173, 199, 200
Денежный сектор – 14–16, 228, 252, 258, 261, 267
Деноминация – 145, 146
Депозитарные расписки – 52, 65, 77, 84
Депозитный механизм – 438, 459
Дефицит бюджета – 356, 361, 408, 417
Диаграмма Манделла—Флеминга – 276, 290, 292, 300, 301
Диаграмма Суона – 276, 282–284, 300
Дивиденды – 33, 36, 46, 61, 415
Динамические модели – 438
Дисконтный механизм – 438, 459, 515
Долгосрочный период – 348, 354
Долларизация – 122, 127
Допущения – 175, 206, 266, 274, 282, 327, 348, 354, 463–465, 512, 556
Доходы бюджета – 24, 398, 408, 409, 411, 415, 426, 429, 435, 546

Еврозона – 122, 137, 142, 151, 154, 155
Европейская валютная система – 122, 140, 143
Европейский валютно-экономический союз – 122, 141, 144

Жестко фиксированные курсы – 145, 147
Жестко фиксированные режимы – 145, 160, 172

Займы – 20, 25, 28, 29, 33, 36, 55, 58, 60, 73–75, 83, 140, 361, 370, 419, 421, 423, 430, 441, 445, 489, 490, 507, 509, 523, 548
Закон одной цены – 164, 173, 178, 179, 182
Закрытая экономика – 18, 19, 228, 230, 233, 267
Защищенный процентный арбитраж – 65, 71
Золотовалютный стандарт – 122, 132, 134, 135
Золотой стандарт – 122, 129, 130–132, 143
Зрелые рынки – 65, 77

Инвестиционные гранты – 33, 50
Индекс импортных цен – 385, 396, 401, 541
Индекс нейтральности торгового режима – 518, 533
Индекс оптовых цен – 180, 385, 397, 398, 402, 478
Индекс потребительских цен – 154, 180, 181, 267, 385, 396, 401, 429
Индекс производственных цен – 385, 401
Индекс рестриктивности торговли – 518, 533
Индекс розничных цен – 152, 385, 402, 478, 541
Индекс экспортных цен – 385, 401, 539–541
Индикаторы – 85, 110
Инструменты денежной политики – 371, 438, 440–152, 486
Инфляционный разрыв – 228, 235, 236
Исключительное финансирование – 33, 59, 63
Исторический период – 348, 354, 557

Капитальные расходы – 383, 408, 409, 414, 416
Капитальные трансферты – 33, 48, 50, 406
Капитальный счет – 33, 48, 62

Квота – 85, 111, 112
Кейнсианский крест – 228, 231, 232
Конвертируемая валюта – 122, 123
Конвертируемость по капитальным операциям – 122, 125
Конвертируемость по текущим операциям – 122, 124, 143
Конференция ООН по торговле и развитию – 85, 98, 118
Концессионное финансирование – 85, 110
Косвенная котировка – 145, 146, 148
Косвенная прямая инвестиция – 33, 50
Косвенные налоги – 386, 389, 404, 408, 413
Коэффициенты – 438, 474, 476, 497, 500, 503, 517
Краткосрочный период – 348, 354
Кредитные производные – 33, 54
Критерии реализации – 85, 109
Кросс курс – 69, 145, 146, 148, 175, 375
Курс покупки – 145, 146
Курс продажи – 145, 146

Ликвидность – 25, 247, 411, 419, 434, 438–440, 447, 448, 451, 455, 457, 461, 462, 493, 494, 512, 514
Личные переводы – 33, 47, 48
Ломбардный механизм – 438
Лондонский клуб – 85, 104, 112, 113, 115

Макроэкономическая корректировка – 227, 276, 278, 279, 348, 368, 376, 560, 561
Макроэкономическая программа – 348, 349, 351, 354, 356, 364, 382, 470
Макроэкономическая устойчивость – 348
Макроэкономический баланс – 210, 223, 276, 277, 284, 292
Малая открытая экономика – 228, 236, 237, 241
Маржа – 33, 54
Международная валютная система – 122, 130
Международная инвестиционная позиция – 33, 60, 61
Международная макроэкономика – 9, 14, 122, 535
Международная организация по интеллектуальной собственности – 85, 103
Международная организация труда – 50, 102
Международный валютный рынок – 65
Международный рынок долговых обязательств – 65, 72, 83
Международный центр по урегулированию инвестиционных споров – 85, 101
Механизм кредитора последней инстанции – 438, 458
Механизм предельного финансирования – 438, 459
Многостороннее агентство по гарантии инвестиций – 85, 99, 100
Многосторонний надзор – 85, 106
Множественная валютная практика – 145, 162, 163, 172
Мобильность капитала – 139, 228, 311, 327
Модель *IS-LM-BP* – 228, 247, 267, 274, 275, 282, 312
Модель доходов-расходов – 228, 235
Монетарное золото – 33, 57, 63, 549
Мониторинг – 85, 88, 89, 99–101, 108, 109, 112, 115, 117, 118, 351, 417, 534, 559, 571
Мультипликатор – 16, 195, 204, 228, 234, 236, 238–240, 254–247, 260, 275, 352, 353, 362, 363, 433, 434, 482, 487, 496, 497, 499–501, 509, 517

Надзор – 85, 89, 91, 104, 105, 115, 119, 143, 351, 382
Налоги – 20, 22, 25, 45, 46, 48, 94, 95, 282, 320, 351, 376, 378, 383, 389, 401, 408, 411–414, 425, 426, 431
Налоговая база – 408, 413, 426
Налоговая ставка – 408, 426, 428
Национальные сбережения – 14, 19, 20, 28, 385, 387, 400
Национальный режим – 85, 94
Негосударственный сектор – 14–16, 28, 508
Независимое плавание – 145, 375
Незащищенный процентный арбитраж – 65, 71
Немонетарное золото – 33, 41, 57
Непокрытый паритет процентной ставки – 173, 184
Непосредственная прямая инвестиция – 33, 50
Нерезиденты – 33, 35, 174, 175, 269, 435
Номинальный валютный курс – 145, 148, 152, 206, 211, 539, 541
Номинальный двусторонний валютный курс – 145, 148, 171
Номинальный эффективный валютный курс – 148, 149, 375

Норма текущего баланса – 205, 211
Нормы обязательного резервирования – 438, 462, 501, 502, 504
Ноты – 65, 74, 128, 421

Обесценение – 145, 147, 148, 151, 153, 156, 157, 193, 194, 340
Облигации – 52, 56, 65, 73, 75–77, 81, 421, 464
Обмен задолженности на акции – 33, 60
Обусловленность финансирования – 85, 107
Обычная фиксация – 137, 145, 160
Овердрафт – 438, 452, 459
Операции на открытом рынке – 126, 170, 311, 371, 383, 438, 452, 453, 455, 458, 484, 514, 516
Операции по тонкой настройке – 438, 452, 455, 456, 514
Операционный дефицит – 408, 418
Оплата труда занятых – 33, 45
Оптимальная валютная зона – 122, 139, 144
Опцион – 33, 53, 65, 67, 70, 71, 80
Основные операции по рефинансированию – 438, 455, 456
Оценочная корректировка – 438, 446, 449
Оценочный период – 348, 353

Параллельное обращение валют – 122, 127
Парижский клуб – 85, 113–115, 119
Паритет – 135, 137, 143, 145–148, 161, 184
Паритет покупательной способности – 173, 177, 205, 206, 223
Пассивные программы – 348, 350
Пассивы – 14, 23, 61, 70, 411, 434, 441, 444, 445, 488, 489, 492, 495, 500, 506, 511, 521
Первичный базовый дефицит – 408, 418
Первичный дефицит – 408, 418
Первичный доход – 33, 45, 62
Переносимость (устойчивость) долга – 408, 423
Переоформление задолженности – 33, 60
Переоцененная/недооцененная валюта – 173, 181
Плавающие режимы – 145, 161
Платежеспособность – 125, 277, 518, 525, 536
Платежный баланс – 16, 24, 27, 31, 33, 34, 36–39, 45, 46, 48, 60, 62, 63, 104, 133, 175, 177, 254, 264, 269, 270, 292, 294, 315, 318, 336, 354, 358–360, 519–523, 538, 541, 545, 550–554, 556, 558, 559
Подразумеваемый текущий баланс – 205, 211, 215, 217
Подход внешней устойчивости – 205, 214, 215
Подход макроэкономического баланса – 205, 209
Подход платежного баланса – 173–175
Подход равновесного реального эффективного валютного курса – 205, 217
Покрытый паритет процентной ставки – 173, 185
Политика валютного курса – 138, 276, 279–281, 561
Политика движения капитала – 224, 276, 279–281, 342, 343, 560
Политика изменения расходов – 276, 278
Политика переключения расходов – 276, 278, 315, 316
Политика регулирования предложения – 348, 378
Полная конвертируемость – 122, 125
Полный дефицит – 408, 418
Портфельные инвестиции – 33, 52, 62, 387, 520, 548
Постоянно действующие механизмы – 438, 452, 458, 514, 562
Потенциальное производство – 385, 394, 539, 541
Потенциальный профицит – 325, 326
Потенциальный уровень производства – 228, 235
Потоки, не создающие долг – 518, 536
Потоки, создающие долг – 518, 536
Правила учета – 17, 33, 36
Правило иностранных инвестиций – 173, 182
Правило Тинбергена – 276, 295
Предварительные меры – 85, 107
Предельная склонность – 228, 233, 234, 236, 237, 240–242, 244, 246, 352, 353, 399, 433
Предложение денег – 30, 31, 135, 164–166, 170, 195, 202, 203, 219, 252, 260–263, 265, 267, 269, 282, 305, 306, 312, 315–317, 341, 372, 374, 438–440, 448, 449, 463, 466, 467, 473, 477, 482, 483, 486–489, 491, 495, 496, 501, 513, 516–517
Привлечение депозитов – 438, 457, 458
Приемлемые активы – 438, 451
Приемлемые партнеры – 438, 451

Прогноз – 106, 164, 210, 216, 224, 348, 350, 352–355, 362, 390, 392, 393, 396–399, 406, 429, 435, 468, 469, 490, 506, 507, 509, 510, 522, 536–538, 540–542, 545, 547, 548, 551–553, 555, 558
Процент – 22, 33, 36, 46, 58, 66, 70, 71, 73, 110, 127, 133, 138, 140, 177, 182, 183, 188, 190, 218, 251, 252, 258–261, 263, 268, 269, 282, 294, 313, 318, 370–373, 385, 394, 412, 413, 418, 426, 429, 445, 452, 455, 457, 458, 462, 469, 470, 474, 478, 480, 486, 498, 499, 515, 535, 536, 544, 546, 550
Прямая котировка – 145, 146
Прямые инвестиции – 33, 50–52, 520, 547
Прямые налоги – 408, 411, 413
Прямые сделки – 438, 455, 456, 514
Прямые форварды – 65, 66, 68, 78, 83

Распределение политики – 276, 295, 301
Расходы – 16, 18, 20, 22, 24–26, 28, 43, 45, 48, 128, 178, 179, 218, 228, 230, 231, 232, 235, 236, 240, 242, 246, 252, 254, 258, 260, 274, 278, 282, 283, 285, 290, 293, 294, 303, 313, 318, 320, 337, 349, 366, 369–371, 389, 393, 398, 400, 401, 406, 408–419, 422, 425, 428, 429, 432, 484, 435, 445, 480, 490, 493, 515, 521, 531, 534, 541, 544, 547
Расчетные риски – 65, 72
Реальный валютный курс – 145, 148, 152, 156, 171, 174, 196–199, 204, 206, 241
Реальный сектор – 14–16, 22, 29, 251, 259, 390
Реальный эффективный валютный курс – 145, 152, 156, 209, 210, 215, 217, 482, 529
Ревальвация – 145, 147, 167, 278, 313
Реверсные операции – 438, 452, 455, 456, 514
Регулирование – 76, 83, 85, 86, 89, 90, 97, 99, 101, 102, 104, 117–119, 138, 163, 166, 172, 263, 278, 282, 300, 351, 376, 379, 281, 436, 562
Режим наибольшего благоприятствования – 85, 93
Резервная валюта – 122, 123
Резервная позиция в МВФ – 33, 57, 63, 445, 549
Резервные активы – 33, 47, 55, 57–59, 484, 519–521, 556
Резервные деньги – 19, 20, 262, 362, 363, 372, 430, 438, 439, 442–446, 477, 478, 482, 484, 487–489, 491, 493, 496, 497, 501–506, 509, 513, 517, 562
Резервные требования – 129, 351, 372, 379, 438, 451, 452, 460, 484, 511, 514, 515, 562
Резиденты – 15, 18, 21, 22, 31, 35, 174, 175, 264, 269, 311, 387, 403, 422, 435, 559
Реинвестированная прибыль – 33, 46
Рента – 33, 46
Рецессионный разрыв – 228, 235
Рыночная цена – 33, 35, 385, 401

Сальдо текущих операций платежного баланса – 14, 26
Сбережения – 14, 18–20, 26–29, 31, 127, 128, 138, 170, 183, 213, 230, 233–243, 252, 258, 349, 370, 381, 382, 398, 399, 401, 404, 406, 433, 464, 466, 471, 472, 498, 524, 545, 563
Свободно используемая валюта – 122, 123
Своп – 33, 54, 56, 65, 67, 80, 457
Свопы с иностранной валютой – 65, 67, 78, 83, 438, 452, 457
Сделки спот – 65, 67, 68, 83
Секвестирование расходов – 408, 429
Сенсорный сценарий – 348, 356
Система вертикальной двойной записи – 33, 34
Система горизонтальной двойной записи – 33, 34
Система национальных счетов – 385, 404
Скользящая фиксация – 145, 160
Совокупное предложение – 228, 232, 266, 270–273, 275, 320, 322, 335
Совокупный спрос – 10, 25, 228, 232, 235, 266, 267, 269–273, 275, 321, 335, 339–341, 345, 402, 430, 433, 451, 464, 561
Сочетание политик – 276, 294
Специальные права заимствования – 33, 57, 85, 111, 136, 549
Среднесрочный период – 348, 354
Структурные реверсные операции – 438, 456
Структурный дефицит – 408, 417, 418
Счет текущих операций – 14, 24, 27, 29, 40, 45, 47, 49, 520

Текущие расходы – 25, 232, 393, 398, 400, 406, 408, 415, 416, 490
Текущие трансферты – 33, 47–49, 62, 520
Текущий период – 348, 353, 461
Текущий счет – 33, 39, 62, 280, 525, 555
Тендерная процедура – 438, 455

Теория абсолютного ППС – 173, 179, 203
Теория относительного ППС – 173, 180, 181, 203
Техническая помощь – 85, 99, 110
Товары – 10, 14, 15, 26, 33–35, 39, 41–43, 62, 77, 79, 80, 83, 88, 94, 106, 127, 128, 152, 159, 163, 165, 167–169, 172, 174, 178, 179, 181, 182, 187, 196, 207, 208, 212, 219, 236, 241, 258, 262, 267, 271–273, 275, 278, 288, 313–317, 320, 327, 340, 345, 358, 370, 378, 379, 383, 390, 393, 395–397, 401–403, 406, 412–416, 419, 431, 465, 467, 470, 471, 474, 520, 522, 527, 531, 532, 537–542, 553, 562

Углубленный надзор – 85, 106
Удорожание – 145, 147, 148, 159, 171, 183, 260, 285
Управление предложением – 348, 368, 378, 383
Управление спросом – 348, 368, 369, 383, 536
Управляемое плавание – 145, 162
Услуги – 15, 25, 26, 33, 35, 36, 42–45, 49, 53, 62, 97, 101, 124, 128, 169, 178, 182, 207, 208, 258, 267, 271, 288, 317, 327, 358, 370, 371, 378, 381, 383, 386, 391, 396, 401, 403, 412–416, 426, 428, 520, 531, 534, 538, 544, 545, 547, 562
Устойчивость текущего баланса – 518, 525, 530, 557
Устойчивый рост – 276, 277, 486
Учетная единица – 33, 36

Финансирование дефицита – 370, 408, 419, 420, 429
Финансовая помощь – 85, 107, 119
Финансовый деривативъ – 33, 53
Финансовый счет – 33, 50, 62, 280, 520, 547
Фискальная жизнеспособность – 408, 430
Фискальное пространство – 408, 460, 436
Фискальный мультипликатор – 408, 432
Форвард – 33, 53, 54, 65, 66, 78, 79, 83, 457
Формирующиеся рынки – 65, 78

Хеджирование – 65, 70, 71

Цели денежной политики – 438, 482, 505, 514, 562

Частный негарантированный долг – 65, 73
Чистое кредитование/заимствование – 408, 417
Чистые внутренние активы – 23, 438, 444, 445, 483–485, 489, 503
Чистые иностранные активы – 23, 190, 191, 215, 218, 438, 444, 448, 449, 489, 503, 506
Чистые трансферты – 14, 19, 22, 283, 387
Чистый факторный доход – 14, 21

Широкие деньги – 16, 19, 20, 23, 30, 31, 263, 357, 359, 438–440, 442, 461, 477–479, 481–484, 487, 496, 497, 501, 502, 504, 506, 508, 513, 516, 517, 562
Шок от внутренних цен – 325, 339
Шок от зарубежной процентной ставки – 325, 340
Шок от зарубежных цен – 325, 338
Шок от национальной процентной ставки – 325, 340
Шоковый сценарий – 348, 356

Эквивалент оценочным изменениям – 438, 450, 508, 513, 514
Экономическая территория страны – 33, 34
Эластичность спроса на деньги – 438, 471–473, 476
Эмиссия денег – 438, 439
Энергетичность доходов – 408, 426
Эффект Балассы-Самуэльсона – 205, 207
Эффект вытеснения – 297, 302, 305–309, 323, 329, 330, 342, 344
Эффект жесткости цен – 302, 321
Эффект роста – 302, 307–309, 315, 323, 330, 333, 342, 345, 369, 464
Эффект Фишера – 173, 187, 189
Эффективная рыночная классификация – 276, 296, 297

В этом разделе содержатся ссылки на некоторые источники по международной экономике, прежде всего по макроэкономике международных финансов и макроэкономическому программированию торговли, которые, с точки зрения автора, критически важны для ее изучения. Из большого количества книг по международным финансам, опубликованным на протяжении прошлого и текущего столетий, и совсем немногочисленной литературы по макроэкономическому программированию, выбраны только наиболее значимые. Практически все их них выдержали множество изданий. Используйте последние издания, хотя это непринципиально.

Учебники

При изучении теории международных финансов необходимо обратить внимание на ряд американских учебников вводного уровня, которые используются обычно на бакалавриате. Их более ранние версии переведены на русский язык, но для лучшего понимания англосаксонской логики мышления и терминологии следует использовать оригинальные издания, да и английский в них весьма прост.

1. **Salvatore D.** International Economics. NJ, John Willey.

2. **Krugman P., Obstfeld M.** International Economics: Theory and Policy. NY.: Pearson.

3. **Appleyard D., Field A., Cobb S.** International Economics. NY.: McGrow Hill.

4. **Caves R.E., Frankel J., Jones R.** World Trade and Payments: An Introduction. NY.: Pearson.

Европейские учебники подходят к тем же теориям международных финансов с более широких социальных позиций и включают больше эмпирического материала. Среди них наиболее удачные следующие.

5. **Charles van Marrewijk.** International Economics. Oxford: Oxford University Press.

6. **Mucchielli J-L., Mayer T.** Economie Internationale. P.: Dalloz.

По макроэкономическому программированию устоявшихся учебников пока нет. Основная аналитика содержится в секторальных руководствах (*manuals and guides*), подготовленных международными организациями. В том числе:

7. **SNA** (2008). System of National Accounts 2008 http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/ sna2008.asp

8. **CPIM** (2004). Consumer Price Index Manual: Theory and Practice. http://unstats.un.org/unsd/EconStatKB/KnowledgebaseArticle10130.aspx

9. **12. GFSM** (2001). Government Finance Statistics Manual. http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual

10. **13. EDS** (2003). External Debt Statistics. Guide for Compilers and Users. http://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/eng/guide/index.htm

11. **14. MFS** (2000). Monetary and Financial Statistics Manual. http://www.imf.org/external/pubs/ft/mfs/manual

12. **15. BoP** (2010). Balance of Payments and International Investment Position Manual.

http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm

Есть также несколько неплохих учебников, которые затрагивают отдельные темы макроэкономического программирования:

13. **Montiel P.** International Macroeconomics. NY.: John Wiley & Sons.

14. **Hoover K.** Applied Intermediate Macroeconomics. NY.: Cambridge University Press.

15. **Rao M., Nallari R.** Macroeconomic Stabilization and Adjustment. Oxford: University press.

Книги

Для более продвинутого изучения теорий международной торговли и торговой политики абсолютно необходимо иметь следующие книги:

16. Handbook of International Economics. Ed. by **G.M. Grossman** and **K. Rogoff**. Amsterdam: Elsevier.

17. **Киреев А.П.** Прикладная макроэкономика. М.: Международные отношения, 2006.

Сайты

18. www.imf.org. Сайт Международного валютного фонда. Включает новейшую статистику международных финансовых потоков, валютных курсов, платежных балансов, макроэконоических прогнозов отдельных стран и мира в целом, последние доклады о состоянии экономики отдельных стран и крупнейшим текущим проблемам международной экономики, глоссарий основных терминов международных финансов.

19. www.bis.org. Сайт Банка международных расчетов. Представляет информацию о деятельности центральных банков основных стран, банковскому надзору и международным расчетам.

20. www.ecb.int. Сайт Европейского центрального банка. Включает данные по экономике еврозоны, валютным курсам и обзоры денежно-кредитной политики и ее трансмиссионного механизма.

Глоссарии

21. http://www-personal.umich.edu/~alandear/glossary. Глоссарий основных терминов международной экономики с указанием их источников.

22. www.imf.org/external/data. Стандарты и путеводители МВФ по всем макроэкономическим секторам включают детальный глоссарий и определения основных терминов.

23. www.lingvo.ru. Англо-русский толковый словарь «Международная экономика и бизнес». Серия словарей «Economicus». М.: ABBYY. Под научной ред. А.П. Киреева и В.И. Черенкова.

Учебник

Алексей Павлович Киреев

МЕЖДУНАРОДНАЯ МАКРОЭКОНОМИКА

Редактор *Н.П. Огаркова*

Оформление художника *А.Ю. Никулина*

Технический редактор *Г.В. Лазарева*

Корректор *Е.А. Кочанова*

Компьютерная верстка *Н.М. Коршуновой*

Подписано в печать 16.04.2014.
Формат $70 \times 100^{1}/_{16}$. Бумага офсетная.
Гарнитура «Ньютон». Печать офсетная.
Усл. печ. л. 48,1.
Изд. № 66/2012. Заказ №

Издательство «Международные отношения»
123022, Москва, Столярный пер., д. 3, стр. 5
Тел. отдела реализации:
8(499)253-13-24
www.inter-rel.ru
e-mail: info@inter-rel.ru

Отпечатано с оригинал-макета
издательства «Международные отношения»
в ППП «Типография “Наука”»
121099, Москва, Шубинский пер., 6

ISBN 978-5-7133-1442-2

9 785713 314422

Алексей Киреев - доктор экономических наук, профессор. Окончил МГИМО в России и George Washington University в США.
Автор первых в России учебников “Международная экономика” и “Прикладная макроэкономика”, вышедших в издательстве “Международные отношения”.
С 1993 г. Алексей Киреев- ведущий экономист Международного валютного фонда (МВФ), первый российский экономит, принятый штат МВФ за всю историю его существования.
За годы работы в МВФ он занимался прикладным макроэкономическим анализом и программированием экономики отдельных стран, а также международными экономическими проблемами в целом, с особым упором на мировой экономический кризис, международную торговлю и финансы, и проблемы роста и развития.
Задолго до вступления России во Всемирную торговую организацию (ВТО), в 2000-2003 г., он был представителем МВФ при ВТО и других международных экономических организациях в Женеве. В центре его внимания в тот период находились макроэкономические аспекты многосторонних торговых переговоров Дохийского раунда.
На протяжении многих лет Алексей Киреев преподает в России, США и Европе. В России он прошел путь от преподавателя до профессора МГИМО. Является визит- профессором Московской школы экономики МГУ им. Ломоносова. В Америке периодически преподает в American University и Pacific Lutheran University.
Подводя итог, книга, которую вы держите в руках, является новаторской по построению и содержанию, соответствующим лучшим мировым стандартам. Она может служить и увлекательными путеводителем по международной экономике, причём в её понимании и прочтении, соответствующих XXI веку, поскольку написана она человеком с огромным опытом, который знает международную экономику изнутри.

Персональный сайт
www.AlexeiKireyev.com.

ISBN 978-5-7133-1442-2

9 785713 314422 >

Международные отношения