

МОСКОВСКИЙ ОБЩЕСТВЕННЫЙ НАУЧНЫЙ ФОНД
ЦЕНТР РАЗВИТИЯ

О.А. Осипова, М.В. Петроневич

**ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА,
КУРСООБРАЗОВАНИЕ И
ВАЛЮТНЫЕ КРИЗИСЫ
(сборник статей)**

**Москва
2005**

УДК 339.738.(470)

ББК 65.268

О 74

Редакционная коллегия серии «Независимый экономический анализ»:

к.э.н. В.Б. Беневоленский, д.ю.н. Ч.А. Кэдвелл,
д.э.н. Л.И. Полищук, проф. д.э.н. Л.И. Якобсон.

В течение всего периода после первой работы Центра развития, которая была поддержана МОНФ «Валютный курс и экономический рост» в 2000 г., эксперты продолжали исследования различных аспектов курсообразования и валютной политики. В данный выпуск вошли статьи как опубликованные в печати, так и не опубликованные работы по теме «Валютная политика, курсообразование и валютные кризисы».

Книга предназначена для специалистов в области денежной и валютной политики, студентов и аспирантов экономических специальностей, всех тех, кто стремится глубже понять механизмы денежно-валютной сферы.

Мнения, высказанные в докладах серии, отражают исключительно личные взгляды авторов и не обязательно совпадают с позициями Московского общественного научного фонда и Центра развития.

Книга распространяется бесплатно.

ISBN 5-89554-289-1

© Московский общественный научный фонд, 2005.

© Центр развития, 2005.

© О.А. Осипова, М.В. Петроневич, 2005.

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие	5
Стимулирование промышленности: меры правительства и денежных властей	9
Страх перед свободным плаванием или вынужденная фиксация курса?	21
Ценовая конкурентоспособность на примере текстильной промышленности и автомобилестроения	40
Краткосрочные и долгосрочные факторы формирования валютного курса	61
Влияние реальных и монетарных переменных на валютный курс.....	79
Августовский кризис в России в контексте традиционных моделей	105
Круговорот валютных кризисов: шок из развитых стран и товарных рынков.....	120

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

О серии «Независимый экономический анализ»

С 2003 года Московский общественный научный фонд выпускает серию «Независимый экономический анализ». В изданиях серии представлены работы участников Программы поддержки независимых экономических аналитических центров в Российской Федерации. Эти публикации знакомят российского и зарубежного читателя с научно-аналитическим потенциалом сообщества негосударственных некоммерческих центров прикладного экономического анализа. Издания серии включают как работы прикладного характера (жанр аналитической записки / узкопрофильного тематического доклада – основной тип продукта центров-участников программы), объединенные в тематические сборники, так и более крупные монографические работы (работы этого жанра должны убедительно продемонстрировать, что профессиональная компетенция центров-участников программы стоит на прочном научном и методологическом фундаменте).

Общественная роль негосударственных некоммерческих центров прикладного экономического анализа состоит в расширении доступности профессиональной экономической экспертизы. Не подменяя собой академические институты в сфере фундаментальных исследований или аналитические структуры профильных министерств и ведомств в сфере разработки конкретных планов экономических действий, сообщество самостоятельных профессиональных аналитиков способно дать независимый прогноз последствий тех или иных решений, рекомендовать заинтересованным ведомствам альтернативы, разглядеть среднесрочные и долгосрочные тенденции развития и привлечь общественное внимание к необходимости действий. Сообщество представляет собой ресурс для политических партий и общественных движений, ориентированных на нужные общству реформы. В условиях кадрового голода в регионах некоммерческие центры прикладного экономического анализа являются действенным инструментом повышения качества принимаемых решений на уровне регионов и муниципальных образований.

Издания серии обеспечивают широкое распространение результатов Программы, стимулируют дискуссию практически по всему кругу актуальных проблем экономических и социальных реформ в России. Полную информацию о вышедших изданиях и сами публикации можно получить в Московском общественном научном фонде. За контактной информацией рекомендуется обращаться на сайт фонда в Интернете по адресу: www.mpsf.org.

*Редакционная коллегия
серии «Независимый экономический анализ»*

Предисловие

Валютный рынок является самым масштабным рынком в современной России. Растущая открытость экономики после распада СССР и сопровождающие этот процесс ускорение инфляции, увеличение внешнего долга повысили значимость валютного рынка. До недавних пор фетишизм доллара способствовал почти всеобщей долларизации, когда валюта являлась чуть ли не основным инструментом сбережений. Этим объяснялось то значительное внимание общественности и политиков к событиям, происходящим на валютном рынке.

Как это не парадоксально, после кризиса для бизнесменов более важными являлись вопросы налогообложения и процентных ставок, а вовсе не валютного курса и валютной стабилизации, которая волновала бизнес лишь в период резкого снижения курса рубля в 1998–1999 гг. При этом курсовые колебания в постдевальвационный период заметно снизились, что вполне вероятно и объясняло охлаждение интереса бизнеса к этому вопросу. В дополнение ко всему Банк России начал признавать, что объективные условия не позволяют полностью перейти к политике плавающего курса. В период ослабления доллара, начиная с 2002 г. Банк России начинает более жестко контролировать укрепление реального эффективного курса рубля, в том числе и во имя спасения конкурентоспособности.

И хотя валютный рынок постепенно стабилизируется, а курс рубля начинает колебаться в рамках узкого коридора, вопрос о том, как формируется равновесный курс рубля, остается одним из главных. В западной литературе постановка вопроса о высокой эффективности валютного рынка и свободно плавающих курсах повысила ранг теоретической дискуссии о курсообразовании. Влияние фундаментальных факторов сопоставляется с оценками моделей хаоса. В российской литературе в условиях слабой степени эффективности валютного рынка и «управляемого плавания» курса такая постановка вопроса даже не поднимается. Влияние фундаментальных факторов скорее противопоставляется полной контролируемости валютного рынка со стороны Банка России. С точки зрения подходов к фундаментальным факторам курсообразования за последние годы, хотя и происходят некоторые изменения, вопросу об измерении равновесного валютного курса пока не уделяется достаточного внимания. Популяризированная Касселем

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

концепция равновесного валютного курса, измеряемого ППС, остается довольно распространенной. В эмпирических исследованиях для оценки ППС часто используется реальный валютный курс (базисный в качестве меры абсолютного ППС и цепной в качестве меры относительного ППС).

В современной литературе концепция ППС используется в международных сопоставлениях, а также для оценки динамики относительных цен в отдельных группах товаров в разных странах и в качестве индикатора ценовой конкурентоспособности. Взаимосвязь ППС с издержками и влияние ценовой конкурентоспособности на рост экспорта и импорта в отдельных отраслях России также проливает, на наш взгляд, дополнительный свет на концепцию сравнительных цен и ее взаимосвязь с ростом выпуска.

В более ранних теориях концепция ППС (или закона одной цены) предполагала абсолютное выравнивание цен. Поскольку по многим товарам, в т.ч. и торгуемым, эта концепция не подтверждалась, в новой трактовке появились попытки выявить постоянные и переменные составляющие таких отклонений. Под постоянными обычно понимаются налоги, таможенные пошлины, транспортные издержки. В математической форме использование вместо абсолютных значений ППС изменения паритета (или реального курса) как раз должно отражать переменные составляющие таких отклонений. Доказательство соблюдения закона одной цены, как правило, проводится с помощью математических методов. В частности, одним из доказательств является возвратность колебаний ППС, т.е. наличие постоянного долгосрочного тренда.

Правда, современные экономисты пошли по пути накопления эмпирического материала и поиску фундаментальных факторов – источников формирования тренда и колебаний. Отсюда возникло множество концепций так называемого Фундаментального равновесного валютного курса (FEER), впервые представленной в работах Дж. Вильямсона. Модели FEER иногда представляют собой макроэкономические модели, в которых курс выступает уравновешивающим параметром (например, модель «натурального реального валютного курса» – NATREX Дж.Л. Штейна), а иногда набор параметров и их обоснование носят субъективный характер (например, «поведенческая модель равновесного курса» – BEER – Дж. МакДональда).

Основным свойством FEER выдвигается переменный характер равновесия в отличие от его постоянства в ППС. Источниками изменения равновесного курса представляются изменения производительности труда, условий торговли, изменения предпочтений иностранных активов и потоки капитала.

ПРЕДИСЛОВИЕ

Между тем взаимосвязь равновесного курса и ППС остается неопределенной. Условием соблюдения в долгосрочной перспективе закона ППС, Дж. Вильямсон, например, считает более значительные отклонения ППС от равновесного курса в долгосрочной перспективе относительно изменений самого равновесного курса. Дж. Брюер предложил другую гипотезу, объясняя это тем, что равновесный курс в долгосрочной перспективе может колебаться вокруг постоянного ППС (разумеется, в относительных значениях, т.е. изменение ППС равно константе).

Неопределенной остается связь ППС и курсообразования в России в послекризисный период. В связи с этим нам представляется интересным оценка гипотезы долгосрочного тренда валютного курса с применением концепций фундаментального анализа, включая ППС. Тренд, который определяет равновесный уровень курса, мы также рассматриваем как изменяющийся. Траектория равновесного курса определяется спросом и предложением, формирующимся под воздействием своих собственных фундаментальных долгосрочных факторов, которые условно могут быть разделены на монетарные и реальные. Равновесная траектория курса определяется эмпирически. В условиях сегментированной экономики имеет право на существование такой подход, хотя он отличается от традиционного выбора реальных факторов в качестве основных определяющих траекторию долгосрочного тренда. Однако и теоретическое предпочтение реальной траектории в качестве определяющей тренда равновесного курса базируется на множестве предпосылок, закономерность которых не всегда очевидна.

Отклонения валютного курса от его равновесной траектории являются временными, а попытки политической поддержки такого отклонения рано или поздно приводят к потере золотовалютных резервов и девальвации. В этих условиях важным является не только изменение концепций равновесного курса и фундаментальных факторов, его определяющих, но и концепций развития кризисных явлений с целью извлечения уроков, позволяющих избежать повторения кризиса и применения адекватных мер его преодоления. Современная экономическая история как развитых, так и развивающихся стран насыщена множеством примеров кризисов, и вряд ли следует ожидать полного исчезновения циклической динамики номинальных курсов. Затрагивая вопрос кризисов, хотелось подчеркнуть на неподобающей кризисных историй и малую вероятность повторения кризиса 1998 г. Одним из главных уроков валютных кризисов последних лет является временный характер девальвационных эффектов, а также затухающий эффект девальвационного стимулирования экономики. В этих условиях политикам,

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗИСЫ

столкнувшимся с проблемой необходимости девальвации курса национальной валюты, предстоит взвешивать издержки поддержки стабильности валютного рынка и девальвационные выгоды, которые могут оказаться менее значительными, чем это может показаться на первый взгляд.

Статьи в данной книге распределены следующим образом: сначала представлены статьи, посвященные валютной политике, далее статьи, связанные с эмпирическим анализом динамики относительных цен, затем статьи, посвященные особенностям курсообразования в России, и, наконец, статьи, посвященные валютным кризисам.

Стимулирование промышленности: меры правительства и денежных властей¹

O. Осипова

Водораздел между мерами правительства и денежных властей

Стимулирование промышленного развития может осуществляться различными способами. Основной целью, как правило, является поддержка промышленности в целом, и отдельных отраслей или производства отдельных товаров в частности. При этом правительственные меры могут носить как общий характер – меры, направленные на выравнивание условий конкуренции, – так и частный (выборочный) характер – представление преимуществ отдельным производителям. Политика органов денежно-кредитного регулирования, как правило, носит общий, а не выборочный характер. Результат политических мероприятий органов денежно-кредитного регулирования может по-разному сказываться на предприятиях различных отраслей в зависимости от структуры финансовых потоков, доступности финансовых ресурсов и структуры капитала.

К правительенным мерам можно отнести: изменение налогового бремени и его структуры, меры по ограничению импорта и стимулированию экспорта, государственный заказ и льготное кредитование. К мерам денежных властей, соответственно, относятся вопросы стабилизации курса национальной валюты, регулирование стоимости денег и процентных ставок по кредитам предприятиям.

Меры правительства и денежно-кредитных органов можно разделить на меры одинакового спектра воздействия и меры противоположного характера. Так, политика ограничения импорта за счет мероприятий правительства (увеличения импортных пошлин, квотирования и др.) в целом эквивалентна политике поддержания заниженного валютного курса. Целью такой политики является изменение ценовых условий в пользу национального производителя, что должно привести к изменению его доли на внутреннем рынке.

¹ Данная статья была подготовлена для работы по гранту МОНФ: «ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА И ОПРОСЫ РУКОВОДИТЕЛЕЙ ПРЕДПРИЯТИЙ».

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

Политика госзаказа и льготного кредитования противостоит политике снижения налогов, т.к. последнее предполагает снижение участия государства в перераспределении доходов (либеральная модель государства), в то время как расширение государственного финансирования и государственного заказа, наоборот, предполагает увеличение участия государства в экономике (модель централизованного государства). При отсутствии экономического эффекта от расширения госзаказа и льготного кредитования в перспективе можно ожидать роста налогового бремени.

В какой-то мере можно говорить и о противоположности воздействия мер правительства и органов денежно-кредитного регулирования. Так, повышение импортных пошлин, которое в конечном счете приводит к более высоким внутренним ценам на товары, сопоставимые с импортом, противоречит политике сдерживания заниженного курса рубля. С одной стороны, рост пошлин означает более высокую инфляцию, а значит, при прочих равных, более значительное укрепление реального курса. С другой стороны, повышение импортных пошлин может способствовать повышению привлекательности «сборочных» производств и притоку иностранного капитала для их организации, что может приводить к укреплению курса.

Политика государства по стимулированию внутреннего спроса за счет предоставления увеличения госзаказа или предложения товаров за счет расширения льготного кредитования соответствует мягкой политике Банка России и росту денежного предложения. Проведение синхронной политики и правительством, и органами денежно-кредитного регулирования может привести к росту инфляционных ожиданий, поскольку смягчение денежного предложения оправдано лишь в краткосрочной перспективе – в условиях наличия незанятых мощностей и перспектив увеличения выпуска. Поэтому в некоторых случаях центральным банкам приходится проводить более жесткую денежно-кредитную политику в условиях смягчения бюджетной политики и роста бюджетных расходов.

Проведение правительственные мер, как правило, требует большего времени, а иногда и дополнительных институциональных изменений. Политика Банка России является более оперативной. В этих условиях независимость Банка России в принятии оперативных решений может способствовать большей макроэкономической устойчивости и стабильности. В то же время контроль за проводимыми мерами денежно-кредитной политики Банка России, в отличие от проводимых мер правительства, затруднен в связи со значительным влиянием внешних условий на состояние денежного предложения и финансовых рынков, а также в связи с использованием системы

СТИМУЛИРОВАНИЕ ПРОМЫШЛЕННОСТИ...

мер косвенного воздействия на экономику. Это может являться причиной того, что руководители предприятий в целом оценивают приоритетность мер денежно-кредитной политики значительно ниже, чем меры правительственної политики.

Необходимые меры экономической политики: взгляд со стороны предприятий

Валютный кризис (1998 г.) и нефтяной шок (2000 г.) создали для российских предприятий уникальную ситуацию, обеспечив возможности как экспортерам, так и импортерам значительно улучшить свое положение. Экономический рост и улучшение состояния реального сектора экономики фактически закрепили либеральные настроения в среде предпринимателей. Среди мер, которые могли бы улучшить положение предприятий, руководители выделяют, прежде всего, повышение активности правительства и совершенствование налоговой реформы. Хотя значимость проблемы снижения налогов и изменения их структуры после вступления в силу нового Налогового кодекса в 2002 г. несколько снизилась, подавляющее большинство руководителей предприятий продолжают выступать за снижение налогового бремени. Следовательно, предприятия в большей степени были заинтересованы в реализации либеральной модели государственного управления и минимизации расходов на бюрократию.

В то же время число руководителей, которые по-прежнему надеются на выделение льготных финансовых ресурсов или госзаказ, достаточно велико. По всей видимости, среди руководителей предприятий в значительной степени сохраняются ожидания возможности создания преференциальных условий со стороны государства. Правда, при этом важность проблемы льготного финансирования оказывается существенно выше, чем проблема расширения спроса за счет государственного заказа.

Если динамика приоритетных мер правительства является достаточно устойчивой в послекризисный период, приоритеты денежно-кредитной политики существенно изменились. Основной проблемой денежно-кредитной политики, с точки зрения руководителей предприятий, в 1998-1999 гг. являлась стабилизация курса. Значимость этой проблемы постепенно отступила на второй план при одновременном повышении значения снижения ставки по кредитам. В целом можно сказать, что, начиная с 2000 г., проблема дефицита финансовых ресурсов является второй по значимости проблемой для предприятий после проблемы снижения налогового бремени.

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

Оценка политических мероприятий руководителями предприятий

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Меры политики государства	45	41	43	39	39	39
Снизить налоги	84	84	83	74	68	76
Улучшить структуру налогов	46	42	43	33	32	32
Ограничить импорт	28	21	22	22	31	25
Облегчить экспорт	12	7	11	10	10	13
Госзаказ или льготные кредиты, дотации и т.д.	56	52	56	57	54	50
использовать систему госзаказа	32	29	26	29	34	28
предоставить льготные кредиты, дотации и т.д.	40	37	40	44	40	41
Меры политики денежных властей	25	24	20	17	18	15
Добиться снижения банковского процента	36	35	36	34	42	39
Стабилизировать курс рубля	52	46	33	23	21	13
Повысить курс рубля	11	12	9	8	7	5
Понизить курс рубля	0	1	2	4	2	2
Прочие меры	14	6	5	4	4	3
Предприятия не нуждаются в стимулировании	3	3	4	4	3	3

Проблемы регулирования ценовой конкурентоспособности за счет мер денежно-кредитной политики и управления валютным курсом или мероприятий правительства в отношении стимулирования экспорта и ограничения импорта не находят значительной поддержки в среде предпринимателей. В течение всего периода для предприятий наиболее серьезной проблемой являлись колебания курса, а не его уровень. Значимость стабильности валютного рынка оценивалась руководителями существенно выше, чем девальвация или укрепление. В этих условиях валютный рынок представлял, по мнению руководителей, угрозу лишь в 1998-1999 гг. в период резких колебаний курса. Ослабление номинальной девальвации рубля и снижение колебаний номинального курса в последующие годы привело к значительному ослаблению интереса предпринимателей к валютной политике. Номи-

СТИМУЛИРОВАНИЕ ПРОМЫШЛЕННОСТИ...

нальное укрепление рубля в 2003 г. повысило уверенность руководителей предприятий в стабильности валютного рынка, а валютная политика для предприятий стала практически незначимой. Одновременно в течение последних пяти лет происходило постепенное повышение значимости политики ограничения импорта. Хотя в целом приоритетность такой политики относительно других мер остается достаточно низкой.

Соответствие приоритетов предприятий экономическим и политическим реалиям

Приоритетность мер правительства и денежных властей с точки зрения предприятий не всегда находит отражение в проводимых дискуссиях и реальных мероприятиях.

Общественность, правительство и руководители предприятий в равной степени озабочены налоговой проблематикой. Налоговая проблематика и в новостях, и документах правительства на протяжении последних пяти лет оставалась в центре внимания. Налоги упоминались в наибольшем числе новостей и документов правительства.

Второе по важности место в средствах массовой информации и правительственные документах былоделено проблеме пошлин. Причем в новостях наиболее часто упоминались импортные пошлины, а в документах правительства – экспортные пошлины. Это в целом отражает озабоченность правительства увеличением доходов бюджета за счет изъятия избыточных доходов у экспортно-ориентированного сектора. По мере укрепления рубля и исчерпания ценового запаса к 2003 г. акцент правительственных документов постепенно сместился в сторону ограничения импорта.

Наибольшее расхождение в понимании приоритетов наблюдалось в отношении к мерам денежно-кредитной политики. Если судить по числу упоминаний валютного курса и процентной политики в прессе, для общественности и средств массовой информации наиболее острой проблемой являлась проблема валютного курса, в то время как значимость процентной политики была существенно ниже. Реальное внимание проблеме валютного курса и процентной политике со стороны правительства было значительно ниже, чем по другим проблемам, что в целом соответствует предпосылке о разделении функций правительства и Банка России.

Публичная дискуссия по проблеме процентных ставок в последние два года становится все более заметной. Однако по сравнению с другими вопросами в публичных дискуссиях проблема процентной политики остает-

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

ся явно недооцененной по сравнению с ее приоритетностью для руководителей предприятий, в то время как важность проблемы валютного курса для реального сектора экономики, наоборот, переоценивается.

Упоминания темы в новостях* и документах

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Налоги						
по новостям	4895	4649	5064	4561	6055	6770
по документам правительства	670	668	627	752	950	763
Пошлины						
по новостям	2332	2784	2646	3190	5367	4698
по документам правительства	153	190	160	180	233	288
в т.ч. экспортные						
по новостям	149	993	750	690	825	800
по документам правительства	77	102	117	133	134	141
в т.ч. импортные						
по новостям	1567	990	1406	1935	3852	2836
по документам правительства	76	88	43	47	99	147
Валютный курс						
по новостям	2510	5414	5827	3593	4523	4965
по документам правительства	11	12	9	9	3	2
по документам ЦБ	11	6	1	5	7	4
Ставки по кредитам						
по новостям	488	685	949	1018	1889	2246
по документам правительства	13	16	5	19	21	10
по документам ЦБ	5	4	3	5	5	4

*без учета повторяющихся новостей и рыночных котировок

Источники: Фактива (www.factiva.com); Консультант

Оценка мер правительства руководителями в целом соответствует экономическим реалиям. Постепенное снижение налоговой нагрузки на предприятия как в результате изменения налогообложения по оплате труда, так и по налогу на прибыль и прочим налогам проявлялось в постепенном снижении оценок необходимости налоговых изменений. Если в 2000 г. необходимость снижения налогов отмечали 83% опрошенных руководителей

СТИМУЛИРОВАНИЕ ПРОМЫШЛЕННОСТИ...

предприятий, то после введения нового Налогового кодекса в 2002 г. число отметивших необходимость уменьшение налогов снизилось до 68%. При этом налоговая нагрузка на экономику в целом снизилась, соответственно, с 40% до 36%.

Несмотря на постепенное повышение налоговой нагрузки на экспортёров, руководители предприятий этих отраслей понизили значимость вопроса о снижении налогов. Число опрошенных руководителей предприятий-экспортёров, выступающих за снижение налогов, уменьшилось практически вдвое к 2003 г. до 46%.

В то же время руководители предприятий, ориентированных на внутренний рынок, считают, что вопрос налоговой реформы по-прежнему остается актуальным. Хотя налоговая нагрузка в этих отраслях снизилась по сравнению с 1999 г. на 6% от добавленной стоимости, а начиная с 2000 г. стала значительно ниже экспортно-ориентированных отраслей.

Необходимость налоговой реформы и налоговая нагрузка

	1999	2000	2001	2002	2003
Необходимость снижения налогов	84	83	74	68	76
<i>Отрасли – экспортёры *</i>	91	82	66	46	46
<i>Отрасли внутреннего рынка**</i>	81	88	78	68	77
Налоги к валовым доходам	36	40	38	36	33
Налоговая нагрузка в промышленности***	33	41	44	43	40
<i>Отрасли – экспортёры</i>	33	45	52	50	46
<i>Отрасли внутреннего рынка</i>	36	36	35	35	30

Примечание: *топливная, металлургия, химия, деревообработка; **производство стройматериалов, легкая, пищевая; ***налоговая нагрузка в части фактических платежей отраслей промышленности в консолидированный бюджет, собираемых МНС, плюс экспортные пошлины, собираемые ГТК; добавленная стоимость увеличена на объем уплаченного НДС и акциза; 2003 г. – оценка.

Источник: Госкомстат России, МНС России, РЭБ, Центр развития

Если для предприятий экспортно-ориентированных отраслей все остальные меры правительства малозначимы, а меры денежныхластей незначимы вообще, то для предприятий, ориентированных на внутренний

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

рынок, картина складывается принципиально иным образом. Сырьевая ориентация экономики, с одной стороны, и полная зависимость денежного предложения от покупки валютных активов создают диспропорции между распределением денежных потоков. Предложение денежных средств в экономике обеспечивает экспортный сектор, которые, посредством продажи Центральному банку, а также при посредничестве банковского сектора перераспределяются в бюджет и отрасли внутреннего рынка. Именно внутренне-ориентированные отрасли страдают от дефицита финансовых ресурсов, формируя «заказ» на льготные кредиты и снижение банковского процента. Значимость этих проблем для руководителей предприятий отраслей, ориентированных на внутренний рынок, достаточно высока: их отмечало более 40% опрошенных руководителей с 1998 по 2003 гг. и 18-24% экспортно-ориентированных отраслей.

Благоприятные финансовые условия можно также рассматривать как меру стимулирования конкурентоспособности отраслей косвенного характера. Низкая стоимость финансовых ресурсов, с одной стороны, способствует снижению издержек, с другой стороны, позволяет расширять инвестиции и поддерживать конкуренцию в будущем. Обеспечение недорогого финансирования, с точки зрения руководителей предприятий, является главным приоритетом денежно-кредитной политики. Правда, практически одинаковое число руководителей предприятий выступают за предоставление бесплатных финансовых ресурсов (льготных кредитов, дотаций и т.д.).

В целом после 1998 г. реальная ставка по банковским кредитам предприятиям остается отрицательной, лишь в 2002 г. она составила 4% в реальном выражении. Однако инфляционные процессы начиная с 2000 г. в основном определялись опережающим повышением регулируемых цен (на услуги монополистов), в то время как в отраслях конечного спроса цены росли существенно меньше. В этих условиях начиная с 2001 г. реальная ставка для отраслей, производящих готовую продукцию, колебалась в пределах 3,9 до 8,8%. Политика Банка России на снижение процентных ставок была недостаточно активной, в силу инфляционной инерции. В то же время, поскольку факторами инфляции являлся рост цен монополистов, а ограничение на цены отраслей конечного спроса являлось достаточно жестким, постепенно повышались издержки по оплате финансовых услуг промышленными предприятиями. Расчетные издержки на выплату процентов предприятиями в этот период повысились до 14-19% от прибыли до налогов и процентов.

СТИМУЛИРОВАНИЕ ПРОМЫШЛЕННОСТИ...

Значимость снижения ставки банковского процента оказывается существенно выше в 2002 г. по сравнению с 1998 г., что не вполне стыкуется с динамикой соответствующих реальных показателей. Реальная ставка банковского процента остается существенно ниже уровня 1998 г. так же, как расчетные и фактические процентные платежи относительно прибыли предприятий. Повышение значимости снижения ставки банковского процента не отражает в полной мере и рост разрыва между процентной ставкой и рентабельностью. Снижение средней ставки процента было более значительным по сравнению со снижением рентабельности производства. Рентабельность снизилась с 30% в 1998 г. до 16,5% в 2003 г., а ставка процента по банковским кредитам снизилась, соответственно, с 40% до 13%.

По всей видимости, снижение ставки процента относится в большей степени к планированию долгосрочных инвестиций, а не к оперативной деятельности. Высокие процентные ставки затрудняют вложения в проекты с длительными сроками окупаемости. В этой связи спрос предприятий на долгосрочные рублевые кредиты несколько отстает от предложения депозитов. В 2002 -2003 гг. объем привлечения банками средств в депозиты от 1 до 3 лет значительно повысился, в то время как рост спроса предприятий на долгосрочные кредиты был менее значительным. Если в конце 1998 г. депозиты свыше 1 года составляли 26% от кредитов на этот срок, то в 2002-2003 гг. объем длинных депозитов превышал объем длинных кредитов.

При этом руководители предприятий, ориентированных на внутренний рынок отраслей, не отмечали проблем с валютной политикой, несмотря на сокращение запаса ценовой конкурентоспособности в результате ускорения укрепления курса. По нашей оценке, ценовой запас по потребительским товарам (разрыв между курсом и ППС) в 2003 г. составил 2,1 раза, опустившись ниже уровня 1997 г. Следует отметить, что в период девальвации в 1998-1999 гг. предприятия были достаточно сильно обеспокоены нестабильностью курса. Беспокойство сохранялось и в последующие годы, несмотря на значительное снижение темпа номинальной девальвации и вариации курса. По всей видимости, в этот период сохранялись ожидания нестабильности валютного рынка.

Хотя девальвация по сути также обеспечивает возможности для увеличения доли на рынке, за проведение этой меры в целях повышения конкурентоспособности выступало меньшинство руководителей предприятий. К 2002 г. приоритетность политики стабилизации курса, с точки зрения руководителей предприятий, ориентированных на внутренний рынок,

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

снизилась по сравнению с политикой ограничения импорта, а к 2003 г. валютная политика стала незначимой.

Меры повышения конкурентоспособности и ее индикаторы в отраслях, ориентированных на внутренний спрос

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Предоставить льготные кредиты, дотации и т.д.	н.д.	40	37	40	44	40	41
экспортеры	34,9	28,3	22,9	27,5	18,2	11,4	28,9
внутренние отрасли	22,3	44,6	37,3	40,0	46,9	37,8	37,4
Добиться снижения банковского процента	н.д.	36	35	36	34	42	39
экспортеры	24,2	26,6	19,3	31,5	8,0	12,7	8,5
внутренние отрасли	37,3	38,8	37,0	39,5	42,7	45,8	40,2
Реальная ставка процента по банковским кредитам*	15,3	33,4	-20,5	-23,6	-1,6	4,3	-3,2
Реальная ставка процента по банковским кредитам**	17,9	12,8	-67,2	6,4	-2,9	3,6	2,3
Кредитная ставка по сравнению с рентабельностью***	1,9	-10,6	-6,5	-0,6	1,7	3,3	3,3
Процентные платежи (расчетные) по кредитам и займам к прибыли до налогов и процентов	36,6	131,4	11,6	12,4	14,1	19,3	17,7
Отношение депозитов свыше 1 года к кредитам****	н.д.	26	18	50	86	116	106
Отношение депозитов от 1 до 3 лет к кредитам*****	н.д.	30	20	66	119	142	119

*средняя ставка по банковским кредитам относительно оптовых цен; **средняя ставка по банковским кредитам относительно повышения оптовых цен в отраслях конечного спроса;

***разница между рентабельностью в среднем за год и среднегодовой ставкой по кредитам;

**** депозиты предприятий и населения в рублях к кредитам предприятиям, по данным на конец года.

Источник: Госкомстат России, РЭБ, Центр развития

СТИМУЛИРОВАНИЕ ПРОМЫШЛЕННОСТИ...

Меры повышения конкурентоспособности и ее индикаторы в отраслях, ориентированных на внутренний спрос

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ограничить импорт	26,8	29,2	22,3	25,2	24,3	33,2	24,0
Стабилизировать курс рубля	н.д.	27,0	44,6	33,1	28,1	22,7	14,1
Повысить курс рубля	н.д.	0,0	11,9	5,1	8,5	6,0	8,3
Понизить курс рубля	н.д.	0,0	2,6	0,7	1,9	2,3	1,3
Изменение курса рубля	12,9	68,4	145,6	15,8	5,7	6,2	-1,5
Волатильность курса	1,7	55,2	5,4	1,3	1,8	1,2	2,4
Укрепление реального курса рубля	-3,4	87,9	-4,2	-13,2	-9,8	-8,4	-17,3
Отношение курса к ППС	2,31	3,33	4,55	3,70	3,25	3,0	2,6
по потребительским товарам	2,23	2,84	3,12	3,10	2,71	2,42	2,1
Импортные пошлины к импорту	6,5	4,5	5,0	5,2	6,6	6,8	7,0

Источник: Госкомстата России, РЭБ, Центр развития.

Оценка мероприятий правительства и денежных властей различными секторами экономики

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Экспортеры*							
Меры политики государства	36.7	36.5	35.7	34.1	25.6	19.9	24.4
Снизить налоги	76.2	89.2	90.7	81.6	65.6	42.8	46.2
Улучшить структуру налогов	49.1	40.1	48.4	47.6	30.1	13.1	14.5
Ограничить импорт	17.8	14.7	11.5	8.9	11.4	9.9	19.8
Облегчить экспорт	13.3	12.9	9.3	9.7	7.8	5.3	10.1
Использовать систему госзаказа	28.8	33.9	30.9	29.2	20.7	25.3	26.8

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Предоставить льготные кредиты, дотации и т.д.	34.9	28.4	23.7	27.5	18.3	22.8	28.9
Меры политики денежных властей	24.2	16.1	19.6	14.4	8.7	4.6	3.2
Добиться снижения банковского процента	24.2	26.6	19.3	31.5	8.0	6.1	8.5
Стабилизировать курс рубля	н.д.	36.4	48.3	23.3	20.7	9.1	4.5
Повысить курс рубля	н.д.	0.0	10.8	2.6	2.7	3.0	0.0
Понизить курс рубля	н.д.	1.3	0.0	0.0	3.4	0.0	0.0
Отрасли внутреннего рынка**							
Меры политики государства	35.0	40.9	35.8	38.6	36.1	35.8	34.6
Снизить налоги	79.3	84.3	82.8	83.8	74.7	68.6	79.0
Улучшить структуру налогов	46.1	47.8	38.8	43.8	33.7	35.8	31.4
Ограничить импорт	26.8	29.2	22.3	25.2	24.3	33.2	24.0
Облегчить экспорт	7.9	8.4	6.1	10.3	8.3	13.8	12.6
Использовать систему госзаказа	27.7	31.3	27.4	28.6	28.5	25.8	23.3
Предоставить льготные кредиты, дотации и т.д.	22.3	44.6	37.3	40.0	46.9	37.8	37.4
Меры политики денежных властей	37.3	16.6	24.2	20.9	19.8	19.7	15.3
Добиться снижения банковского процента	37.3	38.8	37.0	39.5	42.7	45.8	40.2
Стабилизировать курс рубля	н.д.	27.5	46.8	31.9	24.3	19.6	10.7
Повысить курс рубля	н.д.	0.0	12.3	9.8	8.2	8.9	8.0
Понизить курс рубля	н.д.	0.0	0.7	2.3	4.1	4.6	2.4

*Топливная, металлургия, химия, деревообработка;

**Машиностроение, производство стройматериалов, легкая, пищевая, промышленность.

Примечание: оценка рассчитана как средняя арифметическая из показателей по опросам, взвешенная на долю производства соответствующих отраслей в совокупном выпуске по промышленности.

СТРАХ ПЕРЕД СВОБОДНЫМ ПЛАВАНИЕМ ИЛИ ВЫНУЖДЕННАЯ ФИКСАЦИЯ КУРСА?

Страх перед свободным плаванием или вынужденная фиксация курса?²

O. Осипова

Кризисы конца 90-х в значительной степени связывались с режимом «привязки» национальных валют к доллару США. В послекризисный период большинство из них объявили о переходе к политике плавающего валютного курса. Однако объявление о свободном плавании курса далеко не всегда означает готовность «де-факто» проводить такую политику. После небольшого периода резких курсовых колебаний на валютных рынках вновь установился период относительной стабильности. Не только в России, но и в странах Азии курсовые колебания фактически вернулись к докризисному уровню. Это может объясняться синдромом «страха плавания»³ или неизбежным самовоспроизводящимся результатом политики Центрального банка.⁴

Синдром «страха плавания» означает сознательное возвращение к проведению «де-факто» политики стабилизации валютных курсов центральными банками развивающихся стран, объявивших о политике свободного плавания. Этот термин был впервые введен по отношению к странам Азии, которые неожиданно изменили валютную политику в условиях девальвации доллара. Сознательный переход центральных банков к поддержке доллара подкреплялся увеличением чистых покупок валюты и ростом накоплений валютных резервов. Причем наращивание валютных резервов продолжилось после достижения валютными резервами необходимого уровня. Расширение участия центральных банков на валютном рынке создало дополнительную практическую возможность для повышения влияния на валютный курс с целью сохранения «желаемого» уровня.

Повышенное внимание центральных банков к стабилизации валютных курсов связано с более значимым воздействием валютного курса на инфляцию в развивающихся странах. Страны, в которых высока доля им-

² Данная статья была опубликована в журнале «Вопросы экономики», №6, 2004 г.

³ Guillermo A. Calvo and Carmen M. Reinhart, “Fear of Floating”, NBER Working Paper 7993, November , 2002.

⁴ Carsten Detken and Vitor Gaspar, “Maintaining price stability under free-floating: a Fearless Way Out of the Corner?”, ECB, Working Paper N241, July 2003.

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

порта торгуемых товаров, сталкиваются с проблемой «проникновения» внешней инфляции (и дефляции) на внутренний рынок, которое может быть остановлено только путем стабилизации валютных курсов. Поэтому в условиях инфляционного пресса в развивающихся странах нарастает потребность в фиксации нежелательных курсовых колебаний.

Политика стабилизации валютного курса также является более желательной для центральных банков в условиях слабости валютного рынка. Небольшое число участников валютного рынка требует минимизации возможности спекулятивного «сговора» и получения ими сверхприбыли от колебаний валютных курсов. В условиях слабого валютного рынка развитие рынка производных инструментов отстает от тех потребностей, с которыми сталкиваются экспортёры и импортёры. Центральные банки, сознательно поддерживающие стабильный курс, таким образом способствуют минимизации потерь в реальном секторе.

Кроме того, валютный рынок остается значимым сегментом финансового рынка, а динамика валютных курсов является индикатором расширения инвестиций в национальных валютах. Для развивающихся рынков характерна достаточно высокая зависимость внутренних процентных ставок от ставок на внешних рынках⁵. В этих условиях снижение премии за риск и общего уровня процентных ставок также определяется динамикой курсов валют.

В небольшой открытой экономике, несмотря на объявление плавающего валютного курса, стабилизация колебаний валютного рынка может быть не просто связана с синдромом «страха плавания», но и является независимым результатом проведения политики снижения инфляции.

Разница между осознанным воздействием Центрального банка на валютный рынок и независимым формированием «де-факто» фиксированного валютного курса может быть описана по аналогии с ожидаемым и неожиданным изменением предложения ликвидности. Эта аналогия является вполне корректной, учитывая повышение влияния внешних факторов на формирование денежного предложения в условиях внешних шоков (реальных или номинальных). В долгосрочном плане этот эффект различий между объявленной и необъявленной политикой фиксации курса нивелируется, т.к. экономические субъекты адаптируются к сформировавшейся динамике валютного курса.

⁵ Gali J. and Monacelli (2000), “Optimal Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy”, Mimeo.

СТРАХ ПЕРЕД СВОБОДНЫМ ПЛАВАНИЕМ ИЛИ ВЫИНУЖДЕННАЯ ФИКСАЦИЯ КУРСА?

Объявленная в России после кризиса «де-юре» политика плавающего курса «де-факто» близка к политике валютного коридора. В то же время, в отличие от объявленной фиксации курса в 1995 г., снижение колебаний курса после 2000 г. скорее являлось неизбежным результатом сложившихся макроэкономических условий, а не сознательно преследуемой политики «привязки» со стороны Банка России.

Неожиданное торможение курса позволяет снизить валютные издержки в высокодолларизованной экономике. Это увеличивает прибыль предприятий, издержки которых носят преимущественно валютный характер и банковского сектора, играющего на опережающую девальвацию. Правда, в силу сохранения девальвационных настроений, не удается значительно снизить инфляционные ожидания в экономике, в результате чего сохраняются более высокие внутренние процентные ставки. Рост импорта и увеличение притока капитала сдерживается под натиском неопределенности курсовых колебаний. Внутренние и внешние процентные ставки выравниваются в основном по мере развития процессов девальвации.

Нарастающие внешние шоки как реальные, вызванные ростом нефтяных цен и улучшением условий торговли, так и финансовые, вызванные низкими процентными ставками и девальвацией доллара на мировых рынках, заставляют Банк России постепенно признавать не только неизбежность, но и необходимость перехода к политике новой «привязки» рубля для достижения целевой инфляции. Правда, теперь целевым ориентиром выбрана не единственная валюта, как это было в период валютного коридора, а корзина валют.

Фактически перед центральными банками, столкнувшимися с проблемой выбора валютной политики, стоит вопрос не только о том, какая валютная политика является более рациональной, но и о том, каковы издержки менее гибкого валютного курса. Если результирующая составляющая валютной политики все равно так или иначе сводится к фиксации курса и Центральный банк постепенно мигрирует к политике сознательной привязки к номинальному якорю в виде одной или нескольких валют, то возникает вопрос о выборе «целевой» корзины, которая минимизирует «проникновение» внешней инфляции.

В данной работе будут рассмотрены следующие вопросы:

- *Фиксированные и плавающие курсы – преимущества и недостатки.*
- *Особенности нового возвращения к фиксации курсов.*
- *Какую корзину выбрать? Тестирование «проникновения» изменения валютных курсов в инфляцию в России.*

Фиксированные и плавающие курсы – преимущества и недостатки

Спектр определений валютной политики, в том числе и «официальный», регулярно публикуемый МВФ, и «неофициальный», исследуемый независимыми экспертами, достаточно широк. Сложность исследований, связанных с режимами валютных курсов, состоит в том, что, с одной стороны, официально объявленный валютный режим может не совпадать с фактическим. С другой стороны, наблюдаемое в реальности бесчисленное множество промежуточных режимов валютного рынка, которое характеризуется всевозможными сочетаниями микро- и макроэкономических условий, законодательных ограничений и реальных действий денежных властей, страдает отсутствием единой теоретической классификации таких разновидностей. Это затрудняет эмпирический анализ преимуществ и недостатков валютных режимов. Одновременно крайние режимы-антитиподы – «твердой привязки» и «свободного плавания» – хотя и являются более понятными и определенными, практически не встречаются в реальной жизни. Однако определение крайних режимов задает «шкалу» для дальнейшей идентификации всевозможных промежуточных вариантов.

Под фиксированным курсом понимается привязка национальной валюты к одной иностранной валюте, создание валютного союза или введение новой валюты. По методологии МВФ привязка к корзине валют также относится к режиму фиксированного курса. В то время как заданные границы колебаний МВФ относит к промежуточному режиму «управляемого плавания».⁶

Фиксированный курс может сочетаться только с жестким валютным регулированием, а ослабление контроля за капитальными операциями должно осуществляться постепенно по мере повышения степени плавания курса. Это мнение особенно укрепилось после кризиса в Азии, где фиксированный курс сопровождался снижением контроля за капитальными операциями, что привело к значительному росту валютных обязательств.⁷

⁶ “Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility Developments and Issues”, World Economic and Financial Surveys, 1999.

⁷ Eichengreen, Barry, and Tamim Bayomy “Is Asia an Optimum Currency Area? Can it Become One? In Exchange Rate policies in Emerging Asian Countries, edited by Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry and Yung Chl Park, 347-366 London, 1999.

СТРАХ ПЕРЕД СВОБОДНЫМ ПЛАВАНИЕМ ИЛИ ВЫИНУЖДЕННАЯ ФИКСАЦИЯ КУРСА?

Преимущества и недостатки фиксированного и плавающего курсов⁸

	Фиксированный	Плавающий
Денежная политика	Определяется внешними факторами. Ограничены возможности использования внутренней денежно-кредитной политики. Требуется наращивание относительно «избыточных» валютных резервов, необходимых для сглаживания колебаний курса и препятствия атакам на курс. Требует согласованной денежно-кредитной политики со странами, к валюте которых осуществляется привязка.	Денежная политика более свободна для использования в качестве стимулятора роста в условиях отставания темпов роста от потенциального выпуска (output gap). Нет необходимости в проведении систематических интервенций на валютном рынке и наращивании валютных резервов для этих целей. Внутренние факторы являются более важными для формирования курса.
Возможность получения сеньоража	Существует для бюджета страны, к валюте которой осуществляется привязка	Сеньораж может быть получен национальным бюджетом.
Волатильность и спекуляции на валютном рынке	Позволяет избежать избыточных колебаний, не связанных с изменением фундаментальных факторов. При этом сохраняется вероятность атаки на курс в условиях отклонения номинального курса от уровня, соответствующего фундаментальным факторам.	Колебания курса высоки, что привлекает спекулянтов на валютный рынок. Спекулятивная атака на резервы исключена.
Воздействие на конкурентоспособность	Не позволяет воздействовать на ценовую конкурентоспособность. В условиях девальвации в стране-конкуренте возникает потеря части экспортного рынка.	Позволяет выравнивать диспропорции, которые базируются на конфликтных противоположностях. Например, ограничивает рост негибких цен.
Влияние внешних шоков на ВВП ⁹	Внешние шоки способствуют большим колебаниям ВВП	Отражаются в меньшей степени на колебаниях ВВП, причем не только позитивные, но и негативные шоки

⁸ Jeffrey A. Frenkel “Experience of and Lessons From Exchange Rate Regimes in Emerging Economies, Working Paper 10032.

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

	Фиксированный	Плавающий
Инфляция	Режим фиксированного курса фактически направлен на снижение проникновения внешних ценовых шоков в инфляцию. Проникновение курсовых колебаний в инфляцию выше для небольшой открытой экономики особенно в условиях растущих внешних цен ¹⁰ . Поэтому таргетирование валютного курса становится одной из главных возможностей достижения целевой инфляции. Режим фиксации курса оказывается более приятным по сравнению с режимом плавающего курса как для подавления инфляционных ожиданий в условиях снижения внешних цен, так и для сдерживания «проникновения» внешней инфляции, в условиях повышения инфляционного давления извне.	Внешние шоки сказываются преимущественно на изменении курса и в меньшей степени на ценах. Плавающий курс наиболее часто используется странами, имеющими низкое проникновение курсовых колебаний в инфляцию. В то же время плавающий курс может быть необходим для решения противоречий конфликтующих сторон. Введение плавающего курса приводит к более быстрому выравниванию уровня цен, которые являются негибкими. Например, когда внутренние цены превысили по каким-то причинам уровень внешних и никто не желает первым пойти на снижение цен.

Взаимосвязь валютного режима и его воздействие на инфляцию и ВВП являются наиболее противоречивыми. В частности, неоднозначны оценки влияния режима валютного курса на инфляцию. Когда вопрос о необходимости введения свободного плавания курсов валют впервые встал перед развитыми странами, считалось, что плавающий курс способствует автоматической адаптации инфляции к изменениям внешних цен.¹¹ Этого же тезиса придерживаются экономисты, поддерживающие валютную стабилизацию, которые доказывали, что колебания и уровень инфляции меньше

⁹ Sebastian Edwards, Eduardo Levy Yeyati “Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers” NBER, Working Paper N9867, July 2003.

¹⁰“Fear of Floating or Fear of Inflation”, The Role pf Exchange Rate Pass-through”, A. Baqueiro, A. Diaz de Leon and A. Torrenes, Bank of Mexico, BIS Paper N19, 2003.

¹¹ Milton Freidman, «The Case for Flexible Exchange Rates”, Essays in Positive Economics, Chicago: University of Chicago Press. 1953.

СТРАХ ПЕРЕД СВОБОДНЫМ ПЛАВАНИЕМ ИЛИ ВЫНУЖДЕННАЯ ФИКСАЦИЯ КУРСА?

при фиксированном курсе¹². В то время как анализ других подтверждает, что внешние шоки отражаются в меньшей степени на колебаниях инфляции именно при плавающем, а не при фиксированном курсе¹³. В современной экономике режим плавающих курсов характерен для развитых стран, где внутренние цены достаточно слабо зависят от внешних цен и курсовых колебаний. В то же время для развивающихся стран, которые подвержены воздействию внешних шоков в существенно большей степени, политика фиксированного курса оказывается вынужденной и по сути единственно возможной для достижения целевых инфляционных ориентиров и поддержания экономического роста.

Новое возвращение фиксации курсов

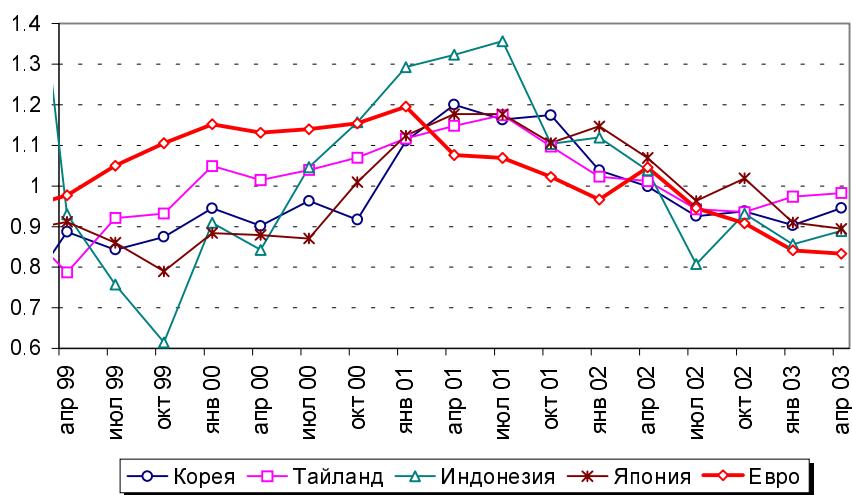
Объявив после кризиса к переходу от политики фиксированного курса к политике плавающего курса, не только Россия, но и азиатские страны еще не знали, чем грозит им такого рода изменение в условиях нестабильного курса доллара на мировых рынках. Первые симптомы не заставили себя долго ждать. Во многих странах, объявивших плавающий курс, их национальные валюты попали в «зону притяжения» мировых валют других стран-торговых партнеров. Если в период до кризиса 1997 г. корреляция изменения курсов национальных валют стран Азии с другими мировыми валютами к доллару на региональном рынке отсутствовала, то после кризиса ситуация изменилась. Начиная с 1999 г. повысилась корреляция изменения курсов национальных валют не только стран, перешедших к плавающему курсу, но и корреляция их валютных курсов с валютными курсами развитых стран – Европы и Японии.

¹² Ghosh Atish, Anne-Marie Gulde and Hoger Wolf, “Currency Boards: The Ultimate Fix? International Monetary Fund, 2000. Revised as “Currency Boards: More than a Quick Fix?” Economic Policy, 31 (October) 270-335.

¹³ Sebastian Edwards, Eduardo Levy Yeyati “Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers” NBER, Working Paper N9867, July 2003.

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗИСЫ

Изменение валютных курсов к доллару США в отдельных странах
(год к году, %)



Источник: Рейтер

Девальвация доллара на мировых рынках привела к укреплению курсов национальных валют. Фактически азиатские страны встали перед выбором: сохранения плавающего режима, что чревато продолжением укрепления национальных валют по отношению к доллару США; или возвратом к фиксации курса. И выбор этот в 2003 г., похоже, делается в пользу стабилизации курса. Центральные банки стараются сдержать укрепление номинального курса национальной валюты к доллару США вслед за Банком Японии. Высокая значимость американского рынка для экспорта из азиатских стран требует расширения интервенций со стороны центральных банков и наращивания долларовых резервов, чтобы избежать возможного снижения экспорта.

После возникновения кризисной ситуации в 1998 г. Банк России также перешел к политике плавающего валютного курса. В первом послекризисном варианте Основных направлений денежно-кредитной политики отмечалось, что «присутствие Банка России на рынке может быть строго ограниченным и нацеленным на сглаживание амплитуды резких курсовых

СТРАХ ПЕРЕД СВОБОДНЫМ ПЛАВАНИЕМ ИЛИ ВЫИНУЖДЕННАЯ ФИКСАЦИЯ КУРСА?

колебаний, а также на защиту рубля от массированных спекулятивных атак в случае их возникновения¹⁴. «Де-факто» перейти к политике плавающего курса не удалось. Основной причиной является высокий спрос денежных властей на валюту, который потребовал сохранения значительного присутствия Банка России на валютном рынке в качестве монопольного покупателя валюты. С другой стороны, рост доли экспорта сырья и материалов, который осуществляется небольшим количеством компаний, способствовал сильной концентрации предложения валюты в руках ограниченного числа продавцов.

Банк России начал постепенно признавать неизбежность ограниченного плавания валютного курса. В Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2003 – 2004 гг.¹⁵ Банк России впервые для послекризисного времени указал ориентиры изменения реального эффективного валютного курса, которые носят индикативный характер. Одновременно постепенно формируется отказ от контроля за денежным предложением, которое формируется под воздействием внешних факторов – высоких нефтяных цен и низких процентных ставок. В то время как валютный курс, наоборот, начинает принимать характер управляемого параметра, который позволяет сдерживать инфляцию.

Характер послекризисной динамики курса все больше напоминает «новый коридор», правда, теперь это может быть отнесено не столько к курсу рубль/доллар, сколько к номинальному эффективному курсу, рассчитываемого по широкому кругу валют. В течение всего постдевальвационного периода, начиная с 1999 г., номинальный эффективный курс валют, оцениваемый по более широкому кругу стран-торговых партнеров с включением стран СНГ, являлся достаточно постоянным. Нормированное на среднее значение стандартное отклонение по месячным данным составило 5,94%. Номинальный эффективный курс по отношению к корзине валют развитых стран-основных торговых партнеров России, оставаясь практически стабильным вплоть до 2002 г., девальвировал вместе с ослаблением доллара в 2002 г., а в 2003 г. вновь оказался практически «фиксированным». Динамика номинального эффективного курса по трем валютам в то же время наиболее

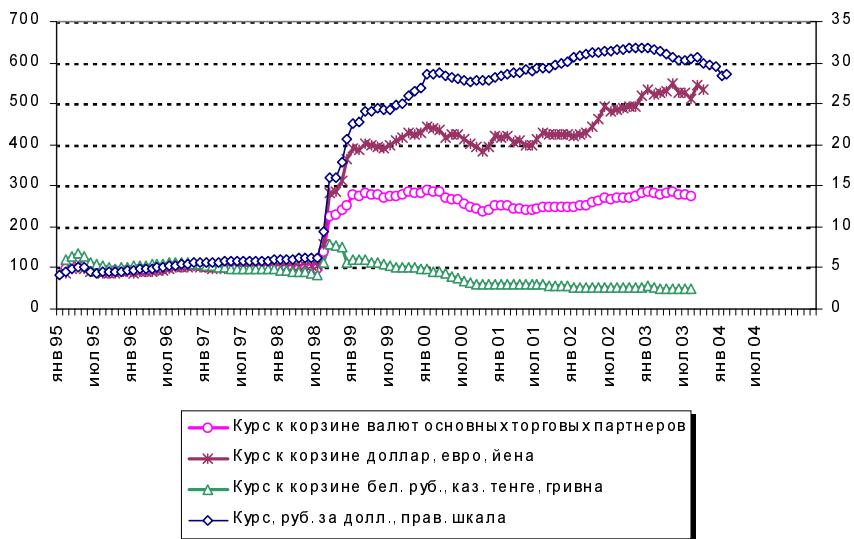
¹⁴ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 1999 год. Стр. 37.

¹⁵ В 2003 г. Банк России ориентировался на укрепление эффективного реального курса рубля 3-5%. В 2004 г. «коридор» был увеличен до 4-6%, а в случае резкого роста цен на нефть укрепление ограничивалось 7%.

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

четко отражает политическую составляющую валютного рынка. До девальвации доллара в середине 2002 г. постоянство курса являлось скорее само-корректирующими механизмами в борьбе монополии покупателя валюты и олигополии продавца. Девальвация доллара и новое ослабление рубля к основным мировым валютам заставили обратить на себя внимание со стороны Банка России.

Номинальный курс рубля к доллару и номинальные эффективные курсы



Примечание: взвешено по объему торговли с соответствующими странами

Источники: МВФ, Рейтер, Банк России

По сути повод для возникновения проблемы перехода к сознательной «привязке» валют в странах Азии и России одни и те же – ослабление доллара на мировых рынках, в то время как причины, побуждающие денежные власти на этот шаг, по всей видимости, разные.

СТРАХ ПЕРЕД СВОБОДНЫМ ПЛАВАНИЕМ ИЛИ ВЫИНУЖДЕННАЯ ФИКСАЦИЯ КУРСА?

Ослабление доллара в условиях двойного дефицита является неизбежным для подавления отрицательного торгового сальдо. Фактически страны с плавающим курсом взяли на себя часть бремени, связанной с девальвацией доллара. Такого рода процессы наблюдались в середине 80-х гг. Правда, тогда в Японии и Германии наблюдался существенный рост экономики. Одновременно обесценение доллара к марке и йене имело более существенное значение для выравнивания торгового баланса. В настоящее время ситуация иная. В основном экономический рост базируется на «китайском» чуде. Торговля с Китаем наполовину объясняет отрицательное торговое сальдо США. Одновременно Китай отказывается укрепить юань (рейнминби). В этих условиях азиатские страны, как, впрочем, и все другие, становятся в «шаткое» положение: укрепляя свои валюты, они постепенно «загоняют в угол» конкурентоспособность своих товаров и экономический рост и их сопротивление укреплению курса является вполне естественным. При этом Китай с такой валютной политикой неизбежно становится центром притяжения инвестиций, что создает условия для «перегрева» его экономики и подрыва без того шаткого базиса глобальной экономической стабильности. Война в Ираке также не помогла правительству США решить проблему торгового дефицита – расходы на импорт нефти составляют около 18% от сформировавшегося дефицита торгового баланса. Остается единственная возможность – дождаться роста экспорта, для чего может потребоваться более значительная адаптация на валютном рынке, чем это было в середине 80-х годов.¹⁶

Втягивание России в орбиту дискуссии об ограничении свободного плавания также закономерно. Девальвация доллара и отказ Китая от укрепления юаня подталкивают рост сырьевых цен и положительно сказываются на экспорте России, который носит преимущественно сырьевой характер. Поэтому, казалось бы, Россия испытывает положительный реальный шок, который усиливается вместе с девальвацией доллара. Правда, при этом основная проблема стерилизации не только финансовых шоков (притока финансового капитала и девальвации), но и в значительной степени реальных ложится на плечи Банка России. В 2003 г. около 31% было нейтрализовано за счет бюджета.

Рост импорта в этих условиях рассматривается как наименьшее зло. Импорт может решить проблему с избытком валюты и помочь избежать

¹⁶ Foreign exchange markets – BIS 73rd Annual Report – June 2003,
<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2003e5.pdf>

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

роста инфляции. Одновременно смещение спроса населения по мере роста доходов в сегмент товаров длительного пользования, для производства которых в России нет свободных мощностей, либо продукция соответствующего качества не производится, не позволяет использовать девальвацию как стимул для роста. Банк России в этих условиях стремится использовать валютную политику, чтобы ограничить рост цен на импортную продукцию.

Проникновение курсовых изменений в инфляцию

Повышенное влияние курса на инфляцию является феноменом экономики развивающихся стран, что определяется:

- Более высокой степенью открытости экономики. Высокое влияние экспорта на экономику, рост специализации в производстве экспортных товаров и, соответственно, более высокая эффективность производства экспортной продукции приводят к неизбежному увеличению импорта.
- Разбросом доходов населения. Потребление определенной группой более широкого спектра товаров, которые не являются товарами массового спроса и в основном представлены импортной продукцией, а их импортозамещение не выгодно в силу низких объемов рынка. Изменение структуры доходов населения приводит к изменению структуры расходов. До тех пор, пока промышленный массовый выпуск таких товаров еще не наложен, растет импорт этой продукции.
- Значительной долей продуктов питания в расходах населения, цены на которые определяются не столько особенностями внутренней экономики, сколько ценами мирового рынка.

Структура расходов на конечное потребление в 1999 г.

	США	Гер-мания	Фран-ция	Япо-ния	Поль-ша	Чехия	Россия
Доля расходов на продовольствие	10,7	14,1	18,2	16,0	35,8	31,8	38,1
Доля расходов на непродовольственные товары	32,3	36,7	33,2	23,7	34,0	30,6	35,0

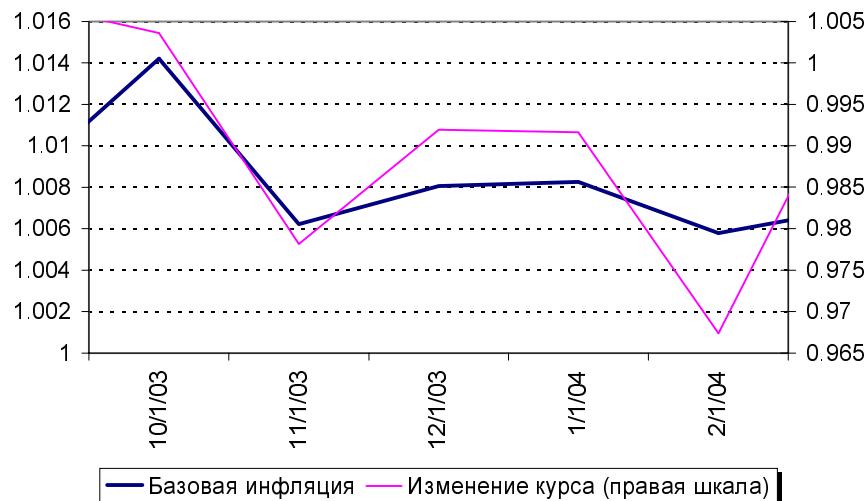
Источник: "Purchasing Power Parity and Real Expenditures", 1999

СТРАХ ПЕРЕД СВОБОДНЫМ ПЛАВАНИЕМ ИЛИ ВЫИНУЖДЕННАЯ ФИКСАЦИЯ КУРСА?

- Издержками предприятий, которые в значительной степени связаны с динамикой валютных курсов как в силу более низких расходов на заработную плату, так и в силу высокого инвестиционного импорта и преобладания внешних заемов в привлеченных средствах.
- Долларизацией сбережений. Снижение ставок и доходности валютных сбережений стимулирует потребление. Повышается спрос на импортные товары и товары длительного пользования. Переток в сбережения остается достаточно низким.

В России динамика цен не всегда корреспондирует с изменением курса. Влияние цен естественных монополий, которые отстают от изменения базовой инфляции, видоизменяет динамику инфляции, и создается впечатление, что влияние курса несущественно. Вместе с тем базовая инфляция в отдельные периоды практически полностью определяется курсом, как в 1997 г. Фактически ту же картину мы наблюдаем начиная с ноября-декабря 2002 г. В этих условиях повышается возможность Банка России контролировать изменение инфляции за счет изменения курса. Правда, эластичность влияния курса на изменение цен по сравнению с 1997 г. понизилась.

Темп роста базовой инфляции и курса в ноябре 2002-июне 2003 г.

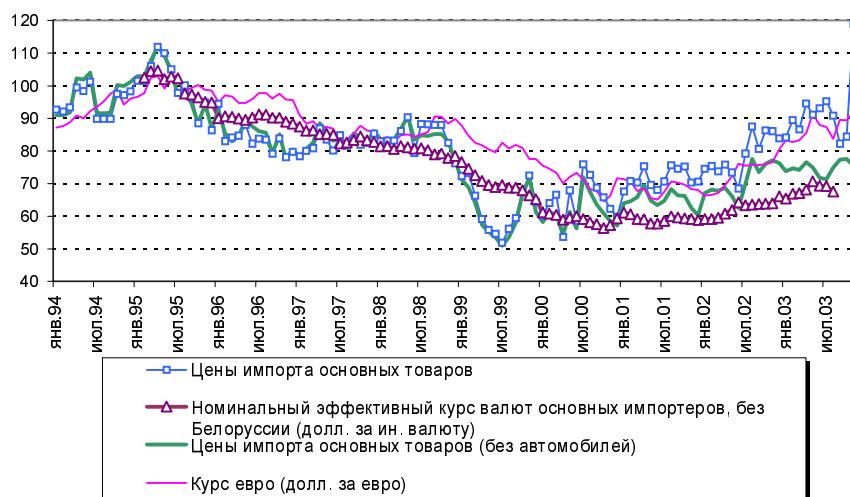


ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

При этом прошлая динамика цен в основном определялась изменением курса рубля к доллару. В обстановке изменения соотношений мировых валют и ослабления доллара к евро, можно ожидать повышения влияния курса рубля к евро на инфляцию в силу высокой доли импорта в Россию из стран ЕС. Вместе с тем для эффективного сдерживания инфляции необходим выбор такого курсового ориентира, который в большей степени отражает изменение импортных цен.

Цены потребительского импорта, которые отражаются на динамике розничных цен на продукты питания и непродовольственные товары, в большей степени определяются динамикой курса евро-доллар. Цены на импортные товары (без учета автомобилей) гораздо лучше объясняются изменением名义ального эффективного курса по широкому кругу валют, включая валюты стран-основных партнеров России из СНГ.

Индекс цен импорта и nominalных курсов (1995=100)



Источник: расчеты ГТК, МВФ, Рейтер, Центр развития

Однако воздействие колебаний валют на импортные цены не вполне адекватно отражает проникновение курсовой динамики в силу негибкой зарплатной платы, цен на платные услуги и др. факторов. В частности, влия-

СТРАХ ПЕРЕД СВОБОДНЫМ ПЛАВАНИЕМ ИЛИ ВЫИНУЖДЕННАЯ ФИКСАЦИЯ КУРСА?

ние соотношения рубль-доллар в России по-прежнему более значимо для изменения оптовых цен в целом и оптовые цены на готовую продукцию. Динамика инфляции также зависит от соотношения рубль-доллар. При этом в равной степени на инфляцию влияет также изменение номинального эффективного курса по широкому кругу валют, взвешенного по объемам торговли со странами – торговыми партнерами, доля которых в совокупной торговле с Россией превышает 1%¹⁷.

В этих условиях можно сделать вывод, что ориентация Банка России на поддержку курса рубль-доллар пока не противоречит достижению целевой инфляции. Однако в равной степени в качестве ориентира валютной политики может выступать индекс номинального курса рубля по отношению к широкому кругу валют стран – торговых партнеров.

При этом и возможности управления валютной корзиной со стороны Банка России пока достаточно низки. Влияние Банка России сохраняется преимущественно на рынке «рубль-доллар», в то время как рынки других валют лежат за пределами его контроля. С одной стороны, это связано с доминированием доллара в финансовых активах. Значительные заимствования в долларах бюджета и предприятий, а также преобладание долларовых сбережений определяют преобладание спроса на доллары для проведения будущих финансовых сделок и требуют поддержания долларовых резервов центрального и коммерческих банков во избежание валютных рисков. С другой стороны, рынок «рубль-доллар» сохраняет свою значимость для Банка России в силу технических проблем с регулированием номинального курса по широкому кругу валют, вызванных доминированием на внутреннем валютном рынке операций «рубль-доллар». В этих условиях основой валютной политики Банка России по-прежнему остается внутренний долларовый рынок, что означает неизбежное сохранение более плавной динамики курса рубля к доллару и значительно большие колебания на рынке «рубль-евро» в зависимости от ситуации на мировом валютном рынке.

К регулированию курса рубля по корзине валют Банк России, по мере расширения внутреннего спроса и расчетов в евро, будет постепенно переходить. Этот режим по сути тот же, что и в 1995 г., когда обеспечивалась плавность девальвации рубля к доллару. Только теперь Банк России вынужден будет ограничивать колебания рубля к другим валютам (в частности евро), в то время как соотношение рубля к доллару должно стать более свободным. В условиях девальвации доллара такая политика означает сдер-

¹⁷ См. Приложение 1.

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

живание девальвации рубля к другим валютам и ограничение укрепления рубля к доллару.

Результатом такой политики должна стать стабилизация цен на импортные товары, которая будет играть роль ограничителя роста цен для производителей готовой продукции. В условиях роста цен на сырье и материалы и высоких резервов валютный рынок фактически защищен от атаки на рубль. Одновременно Банк России намерен ограничивать приток спекулятивного капитала за счет административных мер. Учитывая профицит бюджета, такая конструкция выглядит более устойчивой. Однако, как и любая, политика фиксированного курса, является времененным явлением и несет в себе риски, которые необходимо учитывать.

Успех новой валютной стабилизации и риски

Прежде всего успех такой политики будет зависеть от того, как воспользуются очередной «валютной стабилизацией» предприятия. Стабилизация валютного рынка позволяет предприятиям продолжить наращивание заимствований, в том числе у нерезидентов. Валютная стабилизация создает и преимущества для модернизации предприятий и увеличении инвестиций в импортное оборудование.

Одновременно основной риск состоит в чрезмерном росте инвестиций в традиционные сырьевые сектора экономики, рассчитанной на высокий уровень цен и относительно низких вложений в модернизацию предприятий других отраслей. Учитывая ограничения по расширению объемов предложения и, прежде всего, спроса на сырье, неизбежный рост потребительского импорта будет постепенно подрывать основу валютной стабильности – высокий приток валюты от торгового сальдо.

Риск превышения объемов заимствований на внешних рынках промышленными предприятиями или валютных кредитов у российских банков над будущими валютными потоками. Предприятия могут оказаться не готовы к резкому сжатию возможностей повышения цен и узости рынков сбыта. При этом рост издержек на услуги естественных монополий будет продолжаться в силу их роста на внешнем рынке, несмотря на укрепление рубля, приближающего выравнивание цен на услуги монополистов к тому уровню, который первоначально рассматривался в качестве желаемого. По всей видимости, сохранится давление на повышение заработной платы, учитывая ее более низкий уровень в обрабатывающих и бюджетном секторах по сравнению с сырьевым.

СТРАХ ПЕРЕД СВОБОДНЫМ ПЛАВАНИЕМ ИЛИ ВЫИНУЖДЕННАЯ ФИКСАЦИЯ КУРСА?

Укрепление курса и снижение доходности рублевых вложений при отсутствии проработанной стратегии инвестирования может также привести к дальнейшему раздуванию «пузырей» на фондовом рынке недвижимости. Само по себе как фактор «оттягивания» избытка рублей с товарного рынка это даже на пользу инфляционным ориентирам. Однако остается проблема «всасывания» в эту область банковских институтов, которые могут страдать от значительного снижения процентной маржи.

Риск чрезмерной увлеченности Банка России проблемой валютной стабилизации состоит в постепенном «вымывании» влияния других рычагов воздействия на финансовую систему. Повышение корреляции базовой инфляции с динамикой курса, а также рост зависимости процентных ставок от курса увеличат зависимость системы от внешней конъюнктуры, что является неизбежным следствием сложившейся структуры экономики. При этом Банк России может повысить свои усилия либо в направлении расширения ограничительных мер в сфере заимствований предприятий, либо в направлении совершенствования инфраструктуры банковских операций и создания условий для повышения ее устойчивости к кризису отдельных банков (улучшение системы расчетов, участие в создании системы пластиковых денег и т.д.).

Приложение 1. Оценка влияния курса на инфляцию

Тестируемое уравнение:

$$P^{cpi} = c_1 * INFL_W + c_2 * SERV + c_3 * ER + \\ + c_4 * DQ^1 + c_5 * DQ^2 + c_6 * DQ^3 + c_7 * DQ^4$$

где

P^{cpi} – логарифм изменения цен импорта в Россию в рублях;

INFL_W – логарифм изменения инфляции в мире по данным МВФ;

SERV – логарифм изменения цен на платные услуги в России;

ER – логарифм изменения курса;

DQ^i – квартальные дамми, где i - от 1 до 4;

c_1, \dots, c_7 – коэффициенты.

Уравнение проверялось на периоде с 1 кв. 1999 г. по 2 кв. 2002 г.

В качестве переменных курса рассматривались следующие:

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА, КУРСООБРАЗОВАНИЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗЫ

RUB – изменение курса рубля к доллару.

NEER – индекс номинального эффективного курса рубля по отношению к валютам стран-торговых партнеров, доля которых превышает 1% в торговом обороте, взвешенный по объему торговли с этими странами.

NEER1 – индекс номинального эффективного курса рубля по отношению к валютам США, Еврозоны и Японии, взвешенный по объему торговли с этими странами.

NEER_IM – индекс номинального эффективного курса рубля по отношению к валютам стран-торговых партнеров, взвешенный по объему импорта с этими странами, деленный на изменение курса рубля к доллару.

NEER1_IM – индекс номинального эффективного курса рубля по отношению к валютам США, Еврозоны и Японии, взвешенный по объему импорта с этими странами.

Таблица. Оценка влияния курса (t-статистика) в уравнениях инфляции

	Уравнение 1	Уравнение 2	Уравнение 3	Уравнение 4	Уравнение 5
INFL_W	3.616	5.592	5.203	4.868	4.884
SERV	1.770	1.897	0.486	1.472	1.536
RUB	3.105				
NEER_IM			2.355		
NEER_IM1					2.082
NEER		3.101			
NEER1				2.073	
DQ1	-3.107	-4.165	-3.489	-3.442	-3.459
DQ2	-2.685	-3.321	-2.550	-2.690	-2.721
DQ3	-2.588	-3.736	-3.046	-3.184	-3.207
DQ4	-3.337	-4.223	-3.420	-3.510	-3.526
R2	0.854	0.854	0.815	0.799	0.800
DW	2.297	2.025	1.692	1.898	1.929

Примечание: светло-серый цвет соответствует 5%-ному уровню значимости; темно-серый – 10%-ному уровню значимости.

СТРАХ ПЕРЕД СВОБОДНЫМ ПЛАВАНИЕМ ИЛИ ВЫИНУЖДЕННАЯ ФИКСАЦИЯ КУРСА?

Дополнительная оценка значимости валютного курса для инфляции проводилась на основе j-тест: путем подстановки прогнозных значений уравнения 2 в уравнение 1 и, наоборот¹⁸. В обоих случаях прогнозные значения оказались незначимыми. Значит, мы не можем отвергнуть ни одну из моделей в пользу другой.

¹⁸ Davidson, Russel and James G. McKinnon (1989). “Estimation and Inference in Econometrics”, Oxford University Press.