

Банкаўскі • 2001  
**ВЕСНІК**

Апрэль

Монетарная політыка  
в условиях долларизации





## Официальное сообщение

С 16 апреля 2001 г. Национальный банк Республики Беларусь вводит в обращение билет Национального банка Республики Беларусь достоинством 10000 рублей образца 2000 года.

Билет Национального банка Республики Беларусь достоинством 10000 рублей образца 2000 года изготовлен на специальной высококачественной тонированной бумаге светло-розового цвета с защитными волокнами, локальным водяным знаком и защитной нитью.

Размер банкноты — 150 x 74 мм.

### Лицевая сторона

Преобладающие цвета — темно-красный и темно-синий.

Сюжет основного изображения лицевой стороны банкноты — панорама города Витебска, мост через реку Двину.

Гравюра основного изображения, обозначение номинала билета, гильоширные полосы, метка для людей с ослабленным зрением и надписи лицевой стороны имеют увеличенную толщину красочного слоя, благодаря чему хорошо воспринимаются на ощупь. Слева от основного изображения — стилизованный национальный орнамент, исполненный краской голубого цвета.

Справа от основного изображения, в гильоширной полосе, расположено скрытое изображение букв "РБ", обнаруживаемое при рассматривании билета под острым углом зрения. С правой стороны от основного изображения вверху расположено совмещающееся на просвет изображение — фрагмент национального орнамента.

В системе защиты билета достоинством 10000 рублей использована металлизированная серебристая краска. Ею напечатаны: облака над гравюрой основного изображения, элементы орнамента слева от основного изображения и подложка овальной формы под цифровое обозначение номинала "10000" справа вверху от гравюры основного изображения.

Печать фона лицевой стороны банкноты осуществлена специальной защитной сеткой с ирисовым раскатом красок.

Купонные поля билета запечатаны антикопировальной сеткой.

### Оборотная сторона

Преобладающие цвета — вишневый и темно-синий.

Сюжет основного изображения оборотной стороны — комплекс зданий летнего амфитеатра в г. Витебске.

Слева и справа от основного изображения оборотной стороны — орнаментальные полосы сложного графического строения. Серийный номер состоит из двух букв серии и семизначного номера. Черный цвет обладает магнитными свойствами, красный — люминесцентными.

Билет Национального банка Республики Беларусь достоинством 10000 рублей образца 2000 года является законным платежным средством Республики Беларусь, обязателен к приему по нарицательной стоимости при всех видах платежей, для зачисления на счета, во вклады (депозиты) и для перевода на всей территории Республики Беларусь.

**С О Д Е Р Ж А Н И Е****Редакционно-  
издательский  
совет**

Каллаур П.В.  
(председатель совета)  
Власкин Ю.П.  
Дроздов А.Ф.  
(главный редактор)  
Ермакова Н.А.  
Залевский Н.А.  
Ковалев М.М.  
Кравцова Г.И.  
Ленькова Я.В.  
Лузгин Н.В.

**Номер подготовлен**

Управлением информации  
Национального банка  
Республики Беларусь

**Главный редактор**

А. Ф. Дроздов

**Зам. главного редактора**

Н. И. Борисенко

**Отдел нормативных документов**

Я. В. Ленюкова

**Корреспонденты:**

И. В. Гилевич

А. Л. Жилач

**Компьютерный набор**

Л. И. Кривендо

**Фотоиллюстрации**

А. А. Гуринович

**Оформление и обложка:**

А. В. Бельский

**Верстка:**

издательский центр

Национального банка

**Адрес редакции:**

220008, г. Минск, просп. Ф. Скорины, 20

Тел.: (017) 219-23-85, 219-23-87

Тел./факс 227-17-01

**Отпечатано**

на УП "Минская печатная

фабрика" Гознака

220050, г. Минск, ул. Володарского, 3

Заказ № 5698

Подписано в печать 06.04.2001

Формат 60x84 1/8

Офсетная печать

Усл. печ. л. 6.

Тираж 1350 экз.

Журнал зарегистрирован

в Государственном комитете по печати

Республики Беларусь 01.07.1996

Свидетельство о регистрации № 586

Точка зрения редакции

не всегда совпадает с мнением авторов.

Рецензии на статьи авторам не сообщаются.

Редакция не несет ответственности

за содержание рекламных материалов.

Перепечатка материалов —

согласно Закону Республики Беларусь

"Об авторском праве и смежных правах"

Подписной индекс 74829

Учредитель —

Национальный банк

Республики Беларусь

© Банковский вестник, 2001

**П. КАЛЛАУР**

Факторы экономической конвергенции  
в Союзе Беларуси и России **2**

Книжная полка банковского работника **7**

**М. КОВАЛЕВ**

Как обуздать инфляцию? **8**

**Д. КРИВОРОТОВ**

Обменный курс в качестве номинального  
якоря денежно-кредитной политики **16**

**В. ЮРИК**

Внешнеторговый дефицит и прямые  
инвестиции в переходных экономиках **22**

**А. ТЕРЕЩЕНКО**

Валютная интеграция с Россией и ее влияние  
на инфляцию в Республике Беларусь **27**

**М. ЧЕПИКОВ**

Монетарная политика в условиях долларизации **31**

**П. ШВАЙКО**

Инфляция, дефицит бюджета и рынок ГЦБ **34**

Дайджест-2001 **39**

**Г. БАРЗДОВ, С. ИЛЮКЕВИЧ**

Облигации как источник дополнительного  
финансирования государственных программ **40**

**А. ТИХОНОВ**

Денежная экономика **43**

**В. КУДИНОВ**

Технический анализ  
на развивающихся финансовых рынках **46**



Павел КАЛАШОВ,

первый заместитель  
Председателя Правления  
Национального банка  
Республики Беларусь

*В последнее время в средствах массовой информации нашей страны значительно оживилась дискуссия о проблемах и перспективах создания монетарного и экономического союза Беларуси и России. При этом в основном внимание уделяется анализу текущих событий и процессов. Прогнозы дальнейшего развития событий строятся больше с позиций политических, чем экономических. Вместе с тем успех монетарной и экономической интеграции двух стран будет зависеть преимущественно от создания экономических предпосылок для введения единой валюты. В данной статье сделана попытка на основе теории оптимальных валютных зон, мирового опыта экономической и монетарной интеграции выявить некоторые проблемы в области конвергенции экономик Беларуси и России, на которые необходимо обратить внимание при выработке и реализации мер, направленных на фактическое создание полноценного экономического и монетарного союза двух государств.*

## Факторы экономической конвергенции в Союзе Беларуси и России

Прежде всего необходимо исследовать возможные последствия интеграции преимущественно для Беларуси, что связано со значительным различием экономических потенциалов двух стран, характеризующихся основными показателями, приведенными в *таблице 1*.

Исторически сложилось так, что первоначальными критериями оптимальности валютных зон являются **гибкость цен и заработная плата**. Вхождение в монетарный союз с Россией связано для нашей страны с потерей возможности девальвации национальной валюты с целью повышения ценовой конку-

Таблица 1

### Сопоставление экономических потенциалов Беларуси и России

	Россия	Беларусь	в % к России
Население, млн человек	145	10	6,9
Территория, млн кв км	17,1	0,2	1,2
ВВП по ППС, млрд долларов США	994	69	7
Номинальный ВВП, млрд долларов США	248	8,7	3,5
Взаимный экспорт товаров, млрд долларов США	5,5	3,8	х
В доле от собственного ВВП (в %)	2,2	43,3	х
В доле от ВВП страны-партнера (в %)	63,6	1,5	х
Международные резервы, млрд долларов США	28	0,3	1,2

Как видно из *таблицы 1*, экономический потенциал России настолько превышает потенциал Беларуси, что практически нет оснований ожидать для российской экономики существенных внешних шоков, связанных с изменением экономической конъюнктуры в Беларуси. Для примера: изменение объема экспорта белорусских товаров в Россию на 10% сопоставимо с 0,15% российского ВВП, что составляет крайне малую величину. И наоборот, зависимость белорусской экономики от динамики экономических процессов в России является определяющей для всех секторов экономики, работающих на внешний и внутренний рынок страны.

рентоспособности отечественной продукции на внутреннем и внешних рынках. В этой ситуации предприятия и государственные структуры республики могли бы поддерживать стабильную работу экспортоориентированных и импортозамещающих производств за счет относительной стабильности или даже снижения внутренних цен и реальной заработной платы, что способствовало бы сокращению издержек производства.

При оценке действенности указанных критериев оптимальности было учтено, что на протяжении почти пяти последних лет в Беларуси существовала множественность обменных курсов. Искусственно завышенный официальный

курс белорусского рубля намного превосходил уровень его рыночных котировок на внебиржевом рынке вплоть до сентября 2000 года, что при проведении исследований вынуждает наряду с официальным и рыночным курсами использовать эффективный курс белорусского рубля, который в данном случае рассчитывается как среднее между ними.

Для оценки фактора гибкости внутренних цен выполнен корреляционный анализ ежемесячных изменений цен на потребительском рынке и в сфере производства и реализации промышленной продукции, а также номинального курса белорусского рубля за период с 1996-го по 2000 год (см. данные таблицы 2).

Таблица 2

### Корреляция потребительских цен и номинальных курсов рубля

Курсы	Официальный	Рыночный	Эффективный
Коэффициент корреляции	0,2479	0,217	0,2808

Как видно из таблицы 2, коэффициенты корреляции и детерминации указывают на весьма малую прямую зависимость между изменением номинального курса рубля и потребительских цен. Несколько иная картина предстает при исследовании взаимосвязи аналогичной динамики цен производителей промышленной продукции и номинальных курсов рубля.

бухгалтерского учета всех затрат предприятий на производство продукции с использованием официального, а не иных курсов национальной валюты.

С учетом того, что в расчетах корреляции использовалась традиционно принятая в большинстве стран мира обратная, а не прямая котировка белорусского рубля (или, другими словами, курс российского рубля, выраженный в белорусских рублях за один российский рубль), то полученные результаты следует интерпретировать как наличие прямой обратной зависимости между изменением курса национальной валюты и ростом цен. При снижении курса белорусского рубля цены растут, а при его номинальном укреплении мож-

но рассчитывать на снижение цен, чего реально на практике не происходило из-за постоянной его девальвации на протяжении последних десяти лет.

Таким образом, можно утверждать, что в экономике нашей страны не наблюдается гибкости потребительских цен, а следовательно, этот фактор не может заменить собой обменный курс в качестве ин-

струмента поддержки ценовой конкурентоспособности экспорта и импортозамещения. В отношении цен на промышленную продукцию можно с полным основанием говорить о их достаточно высокой гибкости в сторону роста. Это подтверждается мировым опытом, свидетельствующим о низкой эластичности цен по отношению к факторам, влияющим на уменьшение издержек производства.

С учетом изложенного выше можно сделать вывод, что по критерию гибкости внутренних цен участие Беларуси в валютной зоне России не оптимально.

Для определения действительности в нашей республике фактора гибкости реальной заработной платы проведен корреляционный анализ ежемесячных изменений реальной средней заработной платы в стране за период с января 1996-го по декабрь 2000 года во взаимосвязи с изменениями реального курса белорусского рубля (см. данные таблицы 4).

Следует отметить, что ежемесячный индекс реального курса белорусского рубля рассчитывается Национальным банком Республики Беларусь, начиная с 1995 года, на базе стандартной методики МВФ с использованием цен производителей промышленной продукции, которые точнее отражают поведение предприятий в сфере ценообразования, чем потребительские цены, административно регулировавшиеся в нашей стране. Именно цены на продукцию промышленности, а не потребительские цены, во взаимодействии с валютными курсами определяют фактический уровень ценовой конкурентоспособности экспорта и импорта товаров и услуг на внутреннем и внешних рынках. Реальный курс белорусского рубля к российскому рублю, равно как и к валютам третьих стран, определяется в виде индекса, характеризующего реальную, а не номинальную девальвацию или ревальвацию. Исчисление колеба-

Таблица 3

### Корреляция цен на промышленную продукцию и номинальных курсов рубля

Курсы	Официальный	Рыночный	Эффективный
Коэффициент корреляции	0,595	0,0426	0,2696

Представленные в таблице 3 данные позволяют сделать вывод о наличии достаточно большой и устойчивой связи между изменением цен производителей промышленной продукции и официальным курсом рубля, а также о практическом отсутствии такой связи между ценами и рыночным курсом. Объясняется это обязательностью

Таблица 4

### Корреляция реальной заработной платы и реальных курсов

Курсы	Официальный	Рыночный	Эффективный
Коэффициент корреляции	-0,2785	0,0007	-0,1864

ний реального курса ведется единообразно во всех государствах мира на основе прямых котировок номинальных курсов. Поэтому связь реального курса с другими переменными не требует изменения знака, как это указывалось выше в отношении обратных номинальных котировок белорусского рубля.

Результаты исследований (см. данные таблицы 4) показывают весьма низкую обратную зависимость изменений реальной заработной платы в нашей стране от колебаний реального обменного курса белорусского рубля к российскому. Следовательно, отсутствие гибкости реальной заработной платы является отрицательным фактором.

Важным критерием оптимальности валютной зоны является **мобильность рабочей силы** (см. таблицу 5).

боты, а также с традициями привязанности подавляющей части населения к постоянному месту работы и проживания.

Уровень развития **фискального федерализма** в Союзном государстве Беларуси и России крайне низок, что характеризуется объемом бюджета Союзного государства, который составил в 2000 году менее 0,03% совокупного ВВП нашей республики и России и менее 0,07% суммы расходов государственных бюджетов двух стран. Для сравнения: бюджет Европейского союза составляет около одного процента суммарного ВВП, что признается европейцами явно недостаточным для осуществления эффективной политики поддержки менее развитых регионов за счет предоставления им субсидий из бюджета ЕС. Следует отметить, что показатели развития бюджетного федерализма

ности монетарного союза двух государств применительно к рассматриваемому критерию.

Процессы **интеграции финансовых рынков** Беларуси и России находятся в зачаточном состоянии, что является следствием целого ряда объективных и субъективных факторов. К числу первых следует отнести неразвитость внутренних финансовых рынков Беларуси и России, проистекающую из незавершенности институциональных реформ, разрушенности национальных сберегательных систем и невозможности быстрого их восстановления в условиях отсутствия современной инфраструктуры финансовых рынков. Субъективным фактором является отставание скорости экономических реформ в нашей стране от аналогичных процессов в России. Это связано с существенными различиями в стратегии и тактике проводимой в двух государствах экономической политики. Таким образом, данный критерий также свидетельствует о *неоптимальности в ближайшей перспективе монетарного союза Беларуси и России*, поскольку при неразвитости внутренних финансовых рынков и низкой степени их интеграции возможности финансирования дефицита текущего счета Платежного баланса нашей республики посредством притока в экономику российского капитала в форме прямых и портфельных инвестиций будут весьма затруднены.

**Степень открытости и размеров экономики** двух стран имеет заметные различия, что характеризуется показателями, приведенными в *таблице 1*, а также соотношением объемов внешнеторговой деятельности и ВВП, которые составили в 1999 году в России 44% по экспорту товаров и услуг и 28% — по импорту, в то время как в Беларуси эти показатели достигли соответственно 62 и 65%, или в 1,4 и 2,2 раза больше. *С одной стороны*, это означает, что для экономики Беларуси зависимость от конъюнктуры на мировых рынках всегда будет больше, чем для экономики России, а следовательно, потеря нашей страной монетарного суверенитета и возможности использования валютного курса в качестве макроэкономического инструмента для минимизации внешних шоков будет несравнимо болезненнее, чем для России. *С другой стороны*, большая открытость экономики

Таблица 5

**Показатели мобильности населения в 2000 году**

	Прибыло в Беларусь		Выбыло из Беларуси	
	тыс. человек	в % к населению	тыс. человек	в % к населению
Все страны мира	25,943	0,26	13,812	0,14
Россия	14,424	0,14	5,854	0,06
удельный вес (в %)	55,6	x	42,4	x
Остальные страны СНГ	9,068	0,09	1,395	0,01
удельный вес (в %)	35	x	10,1	x
Страны остального мира	2,451	0,02	6,563	0,07
удельный вес (в %)	9,4	x	47,5	x

На основе приведенных в *таблице 5* статистических данных можно сделать вывод о чрезвычайно низкой мобильности не только населения, но и рабочей силы между Беларусью, Россией и другими странами, что свидетельствует о минимальной возможности использования этого фактора для компенсации внешних и внутренних экономических шоков, и поэтому указывает на **неоптимальность валютного союза двух государств**. Причины низкой межрегиональной и международной мобильности рабочей силы в нашей стране и России примерно одинаковы. Они связаны прежде всего с отсутствием ликвидного рынка жилья, низким уровнем доходов населения, которые не гарантируют возможности приобретения или найма жилья на новых местах ра-

Союзного государства уступают аналогичным показателям ЕС в 33 раза. Немаловажно и то, что региональная политика имеет для географически и экономически неоднородной России гораздо большую значимость, чем для компактной и гомогенной Беларуси, а эффективность современной российской региональной политики чрезвычайно низка, что является одной из самых сложных проблем для России, требующей своего разрешения в ближайшие десять лет. В этих условиях рассчитывать на то, что средства бюджета Союзного государства будут быстро увеличиваться и продуктивно использоваться для поддержки менее развитых регионов Беларуси, весьма затруднительно. Все перечисленные обстоятельства совершенно недвусмысленно указывают на *неоптималь-*

республики обеспечивает ее predisposedность для вступления в многосторонний монетарный союз, поскольку относительно более активное участие в международном разделении факторов производства создает для Беларуси предпосылки для повышения стабильности в поддержании конкурентоспособности своих товаров на внешних рынках. С учетом перечисленных причин данный критерий указывает на *меньшую оптимальность вхождения России в монетарный союз с Беларусью, но для нашей страны он свидетельствует о полезности монетарного союза с российской стороной.*

Согласно теории оптимальных валютных зон **диверсифицированность производства продукции** является важным критерием пригодности к членству в монетарном союзе, поскольку данный фактор обеспечивает большую устойчивость экономики от внутренних и внешних шоков, компенсируя необходимость частого изменения относительных цен посредством девальваций или ревальваций национальной валюты. В этом плане преимущества перед Беларусью имеет Россия, спектр выпускаемой продукции которой богаче, чем у нашей страны. Однако и сама по себе экономика республики не отличается узостью номенклатуры выпускаемой продукции, что с позиций рассматриваемого критерия позволяет считать *возможность ее вступления в монетарный союз с Россией достаточно оптимальной.*

Важное значение для оптимальности монетарной интеграции имеет **схожесть структуры производства**, так как при ее различии в странах — участниках союза может возникнуть асимметричная реакция на различные виды экономических шоков. С учетом этого критерия **монетарный союз двух стран не оптимален**, поскольку Россия является крупным мировым производителем и экспортером базовых энергетических и сырьевых ресурсов, а Беларусь импортирует подавляющую часть этих ресурсов именно из России. В результате конъюнктурные колебания на мировых рынках энергоносителей и сырья как оказывают, так и в дальнейшем будут оказывать на экономику двух государств прямо противоположное действие. Однако следует признать и то, что за исключе-

нием сырьевых отраслей экономики, а также предприятий по выпуску энергетической, авиакосмической, морской и железнодорожной техники, в остальной части структуры производства двух стран достаточно сопоставимы, *что несколько уменьшает подверженность их экономик асимметричным шокам.*

Одним из новейших критериев оптимальности валютных зон, сформулированным мировой наукой после опровержения теории выбора между инфляцией и безработицей, является **фактор инфляционных ожиданий**. Он считается положительным для монетарной интеграции двух или нескольких стран, если экономическая политика и поведение субъектов хозяйствования, а также граждан этих государств строятся на нетерпимости к инфляции, приводящей к несправедливому перераспределению доходов и неэффективному использованию всех факторов производства, а потому тормозящей темпы экономического и социального развития. И наоборот, если в государствах, намеревающихся создать экономический и монетарный союз, имеются существенные различия в ценовой политике и в оценке влияния инфляции на занятость и экономический рост, то фактор инфляционных ожиданий работает против монетарной интеграции.

История экономических реформ в двух союзных странах свидетельствует о том, что в экономической политике Беларуси на протяжении многих лет преобладала и в настоящее время сохраняется точка зрения о безусловном приоритете обеспечения реального роста производства за счет целенаправленной мягкой денежно-кредитной и дефицитной бюджетной политики. Для России характерна политика жесткого сдерживания денежной эмиссии и сбалансированного государственного бюджета с целью создания оптимальных условий для устойчивого долговременного экономического роста при максимально низких уровнях инфляции.

Очевидно, что в *настоящее время рассматриваемый критерий инфляционных ожиданий не подтверждает оптимальность монетарной интеграции Беларуси и России*, однако подписанное в 2000 году межгосударственное соглаше-

ние о создании условий для формирования единого эмиссионного центра и введении единой валюты Союзного государства предусматривает обязательства белорусской стороны по коренному изменению ценовой, бюджетно-налоговой, денежно-кредитной и валютной политики, направленных на постепенное сближение уровней инфляции в двух странах и, как следствие, формирование однотипных инфляционных ожиданий. Таким образом, можно утверждать, что *в обозримой перспективе влияние данного фактора может измениться с отрицательного на положительное.*

Большое значение применительно к оценке перспектив монетарной интеграции Беларуси и России имеет **критерий симметричности или асимметричности монетарных систем**, характеризующий роль каждой страны в формировании общей монетарной системы союза, а затем в разработке и реализации единой денежно-кредитной и валютной политики.

Учитывая существенные различия между нашей страной и Россией не только по экономическому потенциалу, но также по величине международных резервов, количеству банков, страховых организаций и других финансовых посредников, по уровню развития инфраструктуры финансовых рынков и капитализации монетарных систем, их роли на мировых финансовых рынках, необходимо признать резкую асимметричность монетарных систем двух государств и лидирующую роль российской стороны. Такая ситуация не благоприятствует монетарному союзу Беларуси и России, поскольку монетарные союзы, созданные на асимметричной основе, могут углублять экономические шоки в периферийных странах в результате проявления негативных эффектов денежной массы, предполагающих приток капитала в более устойчивые регионы государства-лидера. Следовательно, *рассматриваемый критерий не подтверждает оптимальность монетарной интеграции Беларуси и России.*

Для удобства комплексной оценки соответствия сложившихся в 2000 году условий белорусско-российской интеграции критериям теории оптимальных валютных зон сведем отдельные показатели в таблицу (см. таблицу 6) с прида-

нием каждому из них равного веса, поскольку все критерии рассматривают качественные, а не количественные характеристики последствий монетарной интеграции. Тем не менее из-за существующих различий в уровне соответствия экономических параметров указанным критериям и для повышения объективности итогового результата оценка по каждому критерию дана в баллах со знаками плюс и минус, а также с тремя степенями значимости: слабая значимость — один балл, достаточно весомая значимость — два балла и сильная значимость критерия — три балла.

вая суммарная оценка. И наоборот, экономическое состояние России благоприятствует созданию белорусско-российского монетарного союза. В пользу этого свидетельствуют 7 из 12 критериальных параметров и суммарная положительная оценка, равная семи баллам.

В связи с разнонаправленностью суммарных оценок соответствия экономик Беларуси и России критериальным параметрам оптимальности важно определить агрегированный индекс оптимальности белорусско-российской валютной зоны. Расчеты этого показателя с учетом вариантности использова-

стран в общем экономическом потенциале Союзного государства не оказывает существенного влияния на агрегированный индекс оптимальности белорусско-российской валютной зоны. Это дает основание для утверждения о том, что создание монетарного союза Беларуси и России даже при развитии экономик двух государств на данном этапе может рассматриваться как положительное явление, поскольку агрегированный индекс оптимальности их валютных зон умеренно удовлетворителен.

Вполне очевидно, что в случае развития процессов номинальной и реальной конвергенции экономик Беларуси и России их соответствие отдельным критериям оптимальности валютных зон будет повышаться. В частности, к концу 2004 года существуют реальные перспективы повышения критериальных оценок по параметрам номинальной конвергенции для Беларуси от -3 до +2 баллов, фактору инфляционных ожиданий — от -2 до +3 баллов и интеграции финансовых рынков для нашей страны — от -2 до +2 и для России — от +1 до +2 баллов. Экспериментальный расчет (см. таблицу 8), выполненный с допущением улучшения приведенных выше показателей и сохранения на современном уровне всех остальных критериальных параметров по Беларуси и России, свидетельствует о том, что суммированная оценка оптимальности создания монетарного союза по нашей республике возрастет с -12 до +2 баллов; по России — с +7 до +10 баллов, а агрегированный индекс оптимальности валютной зоны, рассчитанный с использованием долей стран в суммарном номинальном ВВП Союзного государства за 2000 год, увеличится с +6,4 до +9,8 балла.

Таблица 6

**Комплексная оценка условий соответствия критериям теории оптимальных валютных зон** (на конец 2000 года)

Наименование критериев оптимальности валютных зон	Страна	
	Беларусь	Россия
1. Гибкость цен	-1	1
2. Гибкость реальной заработной платы	-2	-2
3. Мобильность рабочей силы	-2	-2
4. Фискальный федерализм	-3	-3
5. Интеграция финансовых рынков	-2	-1
6. Размеры и открытость экономики	3	-2
7. Диверсификация производства продукции	2	3
8. Схожесть структуры производства	-2	2
9. Фактор инфляционных ожиданий	-2	3
10. Схожесть монетарных систем	-2	2
11. Параметры номинальной конвергенции	-3	3
12. Параметры реальной конвергенции	2	3
<b>Суммарная оценка по 12 критериям</b>	<b>-12</b>	<b>7</b>

При принятой системе оценок частных факторов и их агрегировании по всем двенадцати критериям максимальные положительные или отрицательные суммарные оценки образуют для каждой из двух стран интервал от -36 до +36 баллов.

Как видно из таблицы 6, состояние экономики нашей республики на данном этапе ее развития нельзя пока признать благоприятным для вступления в монетарный союз с Россией, поскольку в пользу монетарной интеграции свидетельствует лишь четверть критериальных параметров, а суммарная оценка составляет -12 баллов, то есть ниже нейтрального уровня, которому соответствовала бы нуле-

вая оценка. И наоборот, экономическое состояние России благоприятствует созданию белорусско-российского монетарного союза. В пользу этого свидетельствуют 7 из 12 критериальных параметров и суммарная положительная оценка, равная семи баллам.

В связи с разнонаправленностью суммарных оценок соответствия экономик Беларуси и России критериальным параметрам оптимальности важно определить агрегированный индекс оптимальности белорусско-российской валютной зоны. Расчеты этого показателя с учетом вариантности использова-

Таблица 7

**Агрегированные индексы оптимальности валютной зоны**

	Удельный вес по Беларуси, в %	Удельный вес по России, в %	Агрегированный индекс
По населению и паритетному ВВП	6,5	93,5	5,8
По номинальному ВВП	3,4	96,6	6,4
По величине международных резервов	1,2	98,8	6,8
Среднее из трех величин	3,7	96,3	6,3



Таблица 8

### Прогнозная комплексная оценка условий соответствия критериям теории оптимальных валютных зон

(на конец 2004 года)

Наименование критериев оптимальности валютных зон	Страна	
	Беларусь	Россия
1. Гибкость цен	-1	1
2. Гибкость реальной заработной платы	-2	-2
3. Мобильность рабочей силы	-2	-2
4. Фискальный федерализм	-3	-3
5. Интеграция финансовых рынков	2	2
6. Размеры и открытость экономики	3	-2
7. Диверсификация производства продукции	2	3
8. Схожесть структуры производства	-2	2
9. Фактор инфляционных ожиданий	3	3
10. Схожесть монетарных систем	-2	2
11. Параметры номинальной конвергенции	2	3
12. Параметры реальной конвергенции	2	3
Суммарная оценка по 12 критериям	2	10

С учетом вышеизложенного можно сделать вывод о том, что с позиций современной теории оптимальных валютных зон создание монетарного союза Беларуси и России достаточно обоснованно, хотя в большей мере оно оптимально для российской стороны и остается на данном этапе проблематичным для нашей страны. Это требует учета целого ряда специфических факторов, без исследования значимости которых принятие

конкретных решений в области экономической и монетарной интеграции двух государств стало бы опрометчивым шагом.

В силу различий в денежно-кредитной и валютной политике номинальная конвергенция между Беларусью и Россией (исключая 1996 год) была далека от оптимальности и остается таковой в настоящее время, что является существенной проблемой для осуществления монетарной интеграции двух госу-

дарств. Вместе с тем по прошествии десятилетия с начала экономических преобразований из всех стран СНГ только наша республика и Россия наиболее приближены по основным показателям реальной конвергенции, например, таким, как занятость и производство продукции на душу населения, исчисленное по паритету покупательной способности. В последние годы и Беларусь, и Россия добились положительных темпов роста реального производства, что также благотворно сказывается на интеграционных процессах. Однако сохраняющиеся кардинальные различия в уровнях бюджетного и внешнеторгового балансов двух стран не способствуют успеху реальной конвергенции. При этом следует подчеркнуть, что решение проблемы оптимизации показателей реальной и номинальной конвергенции экономик Беларуси и России потребует определенного периода времени и значительных усилий на государственном уровне (прежде всего белорусской стороны).

Тем не менее достигнутый уровень конвергенции в сфере производства и занятости, обеспечение сближения номинальных макроэкономических параметров Беларуси и России позволяют уже сегодня реально продвигаться в направлении создания полноценного монетарного и экономического союза двух государств.

## Книжная полка банковского работника

**Мэрфи Джон Дж. Межрыночный технический анализ: торговые стратегии для мировых рынков акций, облигаций, товаров и валют / Пер. с англ. А.Дозорова, Т.Дозоровой. — М.: Диаграмма, 1999. — 317 с.**

Межрыночный анализ применим на всех рынках во всех регионах мира. Он обогащает технический анализ за счет изучения внешних факторов, позволяя глубже понять природу рыночных сил и получить более целостное представление о действии глобальных рыночных механизмов.

Эта книга является скорее начальным, чем заключительным этапом в рассмотрении развития межрыночного анализа. Хотя описанные в книге принципы прекрасно работают в большинстве ситуаций, их следует понимать как общие закономерности, а не как жесткие механические правила.

Главное достоинство межрыночного анализа в том, что он расширяет поле зрения технического аналитика. “Работать на рынке, не прибегая к межрыночному анализу, — все равно, что вести машину,

не глядя в зеркала. Иными словами, это крайне опасно” (Джон Дж. Мерфи).

**Кравченко П.П. Как не проиграть на финансовых рынках. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Дело и сервис, 2000. — 224 с.**

В книге собрана информация о существующих финансовых рынках, на которых могут проводиться торговые операции с применением страхования валютных, кредит-

Продолжение на с. 21

*В Учебном центре Национального банка Республики Беларусь прошел научно-практический семинар “Антиинфляционная политика: рекомендации для Беларуси в 2001 году”, организованный Национальным банком при участии ученых экономического факультета БГУ. Мы публикуем доклады, содержание которых, по мнению редакции, может быть полезным при практической реализации Основных направлений денежно-кредитной политики в 2001 году.*

*Мнение ученого*



*Михаил КОВАЛЕВ,*

*профессор*

*Все экономисты мира признают, что инфляция тормозит естественное расширение производственной активности экономики. К примеру, нынешний экономический советник Президента России А.Илларионов пишет: “...при возрастании темпов инфляции свыше 3—4% в год резко ухудшаются возможности экономического роста, а при темпах больше 100% в год экономический рост прекращается”. Если экономисты еще соглашались, что в условиях инфляции экономика может по инерции сохранять определенный уровень производства и даже в отдельных случаях увеличивать дозагрузку существующих мощностей, то все они категоричны в том, что в условиях высокой инфляции модернизация и стабильный экономический подъем невозможны. А долговременная инфляция и вовсе губительна для экономики.*

## Как обуздать инфляцию?

### Влияние инфляции на экономику

Главное негативное проявление инфляции — перераспределение государством ресурсов в виде “инфляционного налога”<sup>1</sup> от предприятий и населения к коммерческим банкам и бюджету. Так, в 1999 году инфляционный налог только на денежные пассивы составил примерно 5,5% ВВП, при этом население за счет инфляции потеряло 54 млрд рублей, предприятия — 105 млрд рублей<sup>2</sup>, или 20% своих оборотных средств. В 2000 году инфляционный налог на население и предприятия составил более 200 млрд рублей, что превысило 3% ВВП. Эти ресурсы достались бюджету и банкам, а также тем, кто получал кредиты по льготным ставкам: сельскому хозяйству и членам ЖСК.

Выделяют пять главных негативных проявлений инфляции в экономике:

1. Непрерывное движение цен искажает ценовые пропорции и рентабельность и в итоге приводит к неэффективному использованию ресурсов.
2. Инфляция не стимулирует сбережения в национальной валюте и тем самым оказывает непрерывное давление на валютный рынок, что ведет к долларизации экономики. Так, во второй половине 2000 года иностранные депозиты превысили половину денежной массы и к

01.01.2001 достигли 59% (диаграммы 1, 2).

3. Инфляция препятствует инвестиционному процессу и сдерживает приток иностранных инвестиций. Это одна из основных причин отсутствия инвестиций в нашу экономику. Непредсказуемость инфляции при высоких процентных ставках делает невозможной оценку экономической эффективности инвестиционных проектов. Неадекватное представление об эффективности инвестиционных проектов наиболее негативно влияет на экономику. Невозврат многих кредитов связан именно с изменившейся инфляционной обстановкой.
  4. Инфляция, перераспределяя доходы, усиливает социальную дифференциацию и бедность. Поэтому, как показывают социологические опросы, население на первое место среди наиболее острых проблем ставит рост цен.
  5. Инфляция является также мощным источником развития теневого сектора как способа уклонения от инфляционных изъятий из активов экономических субъектов.
- Итак, инфляция — это явление, извращающее истинный смысл многих экономических процессов и содействующее переходу экономики в неэффективную область.

<sup>1</sup> Подробнее — в статье Е.В.Балацкого “Инфляционные налоги и экономический рост”: Экон.-мет. методы. Т. 33. 1997. Вып. 3.

<sup>2</sup> С учетом начисленных процентов, то есть за счет отрицательной реальной ставки доходности.

## Структура совокупной денежной массы

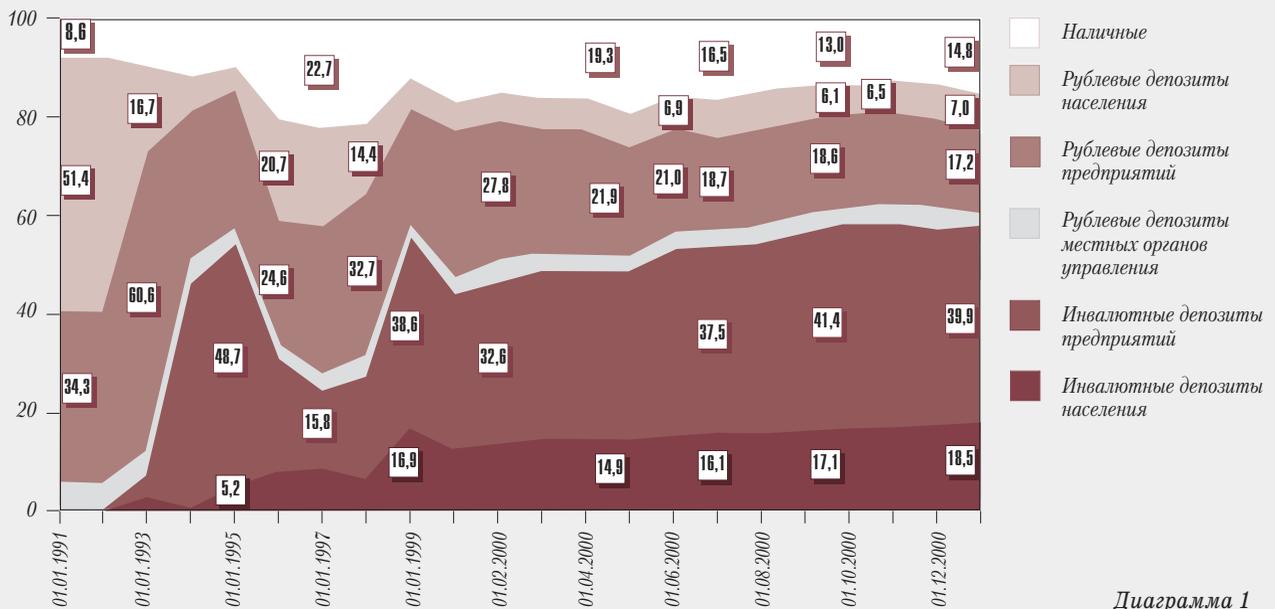


Диаграмма 1

## Динамика денежной базы

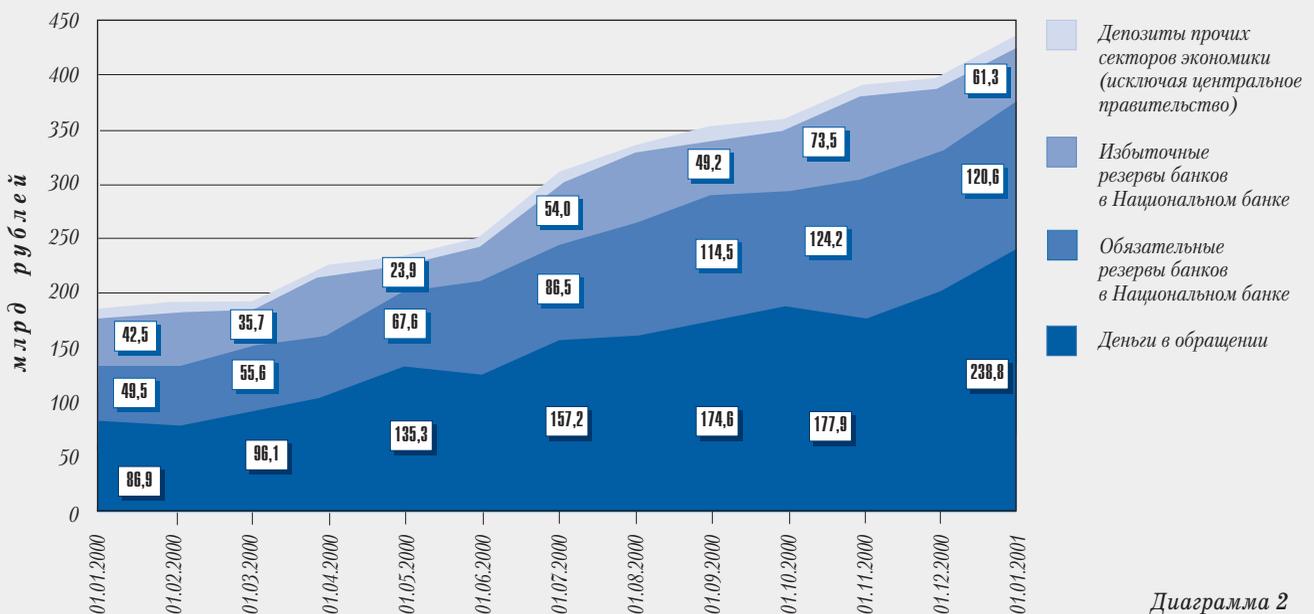


Диаграмма 2

### Причины инфляции

Согласно современной денежной теории, **главная причина инфляции всегда и везде — эмиссия денег**. Увеличение активов центрального банка приводит к высоким темпам роста денежной массы,

что неизбежно вызывает инфляцию. Простейший график практически линейной зависимости роста рублевой денежной эмиссии (прирост чистых внутренних рублевых кредитов — ЧВРК) и инфляции в Беларуси (см. рис. 1) также убедительно подтверждает эту теорию.

При среднемесячных темпах роста ЧВРК в 15,1% в 1993, 15,8 — в 1994, 15,1 — в 1995, 7,1 — в 1996, 7,4 — в 1997, 5,7 — в 1998, 9,8 — в 1999 году и запланированных 2,5 в 2001 году прирост ЧВРК есть и будет главный и практически единственный инфляционный фактор<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Модели, построенные другими авторами (см. напр. статью А.О. Тихонова в "Банковском вестнике" № 10 за 2000), имеют примерно тот же смысл:  $CPI = 4,3 + 0,11ERM + 0,13\Delta MB(-1) + 4,03SYS - 0,35STR + 0,57(-1)$  (с января 1999 года по июль 2000),  $CPI = 3,42 + 0,21\Delta MB(-1) + 0,19\Delta MB(-2) + 4,37SYS - 0,69STR + 0,72CPI(-1)$  (1999—2000 годы).

где  $\Delta MB$  — темп роста денежной базы,  $STR$  — месячная ставка рефинансирования,  $ERM$  — темп девальвации,  $SYS$  — переменная для сезонного ускорения инфляции в начале года. Слабое влияние девальвации в данной модели объясняется просто: от динамики официального курса при множественных курсах инфляция зависела не так уж сильно. Действительно эти модели подчеркивают инерционный характер инфляции, а инерцию раскручивает денежная эмиссия.

## Зависимость индексов цен и курса доллара от рублевой эмиссии Национального банка

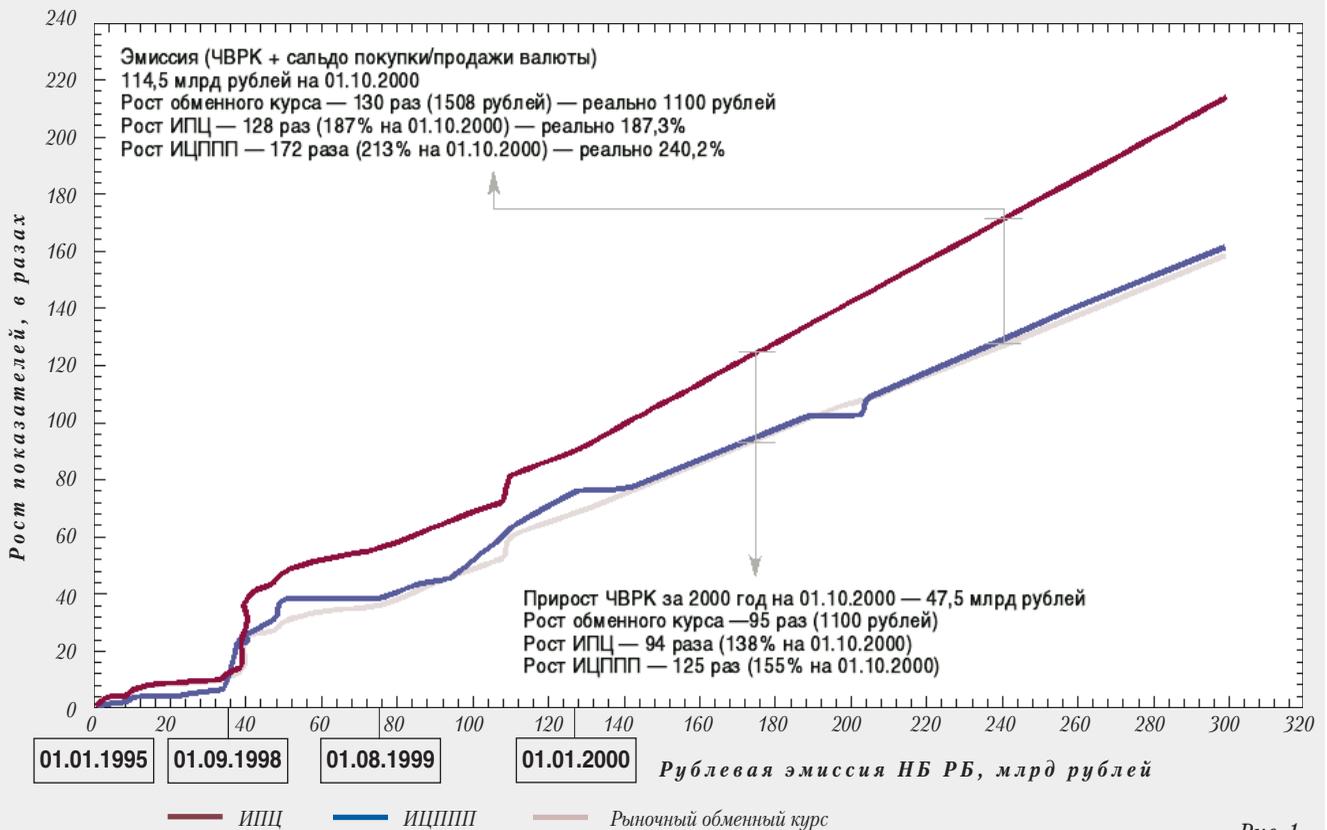


Рис. 1

Кроме прироста ЧВРК, на инфляции в 2000 году влиял и другой источник эмиссии — покупка валюты Национальным банком. Вместе с тем это пока единственный источник пополнения валютных резервов государства. Все остальные факторы лишь производные от эмиссии. По мнению ученых, эмиссия в масштабах свыше 1% в месяц не есть регулирующее расширение денежного предложения и коэффициента монетизации. Она лишь вызывает инфляцию и тем самым снижает коэффициент монетизации. Исследование влияния других факторов инфляции важно и необходимо только после финансовой стабилизации.

Чем вызвана эмиссия? Почему, несмотря на неоднократные требования главы государства, ее не удастся уменьшить хотя бы до российских темпов? Очевидно, что эмиссия вызвана нереструктурированностью экономики, низкой эффективностью социально значимых секторов (производство продовольствия

и строительство жилья) и, как следствие, невозможностью функционирования экономики без прироста кредитной массы и без инфляционного перераспределения ресурсов от эффективно работающих предприятий и населения в неэффективные секторы с отрицательной добавленной стоимостью (сельское хозяйство).

Кому выдавались эмиссионные кредиты? До 1998 года включительно их выдавали в основном в виде целевых кредитов сельскому хозяйству и населению (на строительство жилья). С 1999 года квазибюджетное финансирование прекратилось, и практически вся рублевая эмиссия связана с финансовой поддержкой правительства, которая в 1999 году составила 87 млрд рублей. В 2000 году произошел коренной перелом: эмиссионные кредиты правительству уменьшились вдвое (до 40 млрд рублей), то есть реальное кредитование правительства с учетом инфляции уменьшилось более чем втрое. Ре-

зультат — практически стабильный рыночный курс (на рынке нерезидентов за год курс упал всего на 34,7% — с 900 рублей до 1213). В 2000 году рублевая эмиссия пошла в основном на покупку валюты Национальным банком (82 млрд рублей).

Таким образом, выйти на режим финансовой стабилизации, при котором эффективно заработают механизмы денежно-кредитного регулирования, можно только при темпах прироста ЧВРК не более 0,5%, максимум 1% в месяц.

### Механизм трансформации эмиссии в инфляцию

Есть два основных механизма трансформации прироста количества денег в инфляцию: первый называют **инфляцией спроса**, второй — **инфляцией издержек**.

Инфляция спроса определяется как рост цен в результате превышения совокупного спроса по сравнению с потенциальным предложением.

нием в экономике. В экономике Беларуси инфляция спроса проявляется следующим образом: спрос населения и субъектов хозяйствования не встречает требуемых по качеству отечественных товаров и изделий и вызывает повышенный спрос на импортные товары, что приводит к превышению спроса на валюту над ее предложением, из-за чего падает валютный курс<sup>4</sup> и вместе с ним растут рублевые цены на импортные факторы производства, которые, в свою очередь, через инфляцию издержек повышают цены на отечественные, в том числе и потребительские товары.<sup>5</sup>

Инфляция издержек, или затратная инфляция, — это рост цен, вызванный увеличением стоимости факторов производства (ресурсов, труда, капитала). Стоимость факторов производства в белорусских условиях растет по нескольким причинам:

— из-за падения курса и повышения рублевых цен на импортные факторы производства (в первую очередь на сырье, материалы, комплектующие);

— из-за повышения долларовой стоимости импортного сырья и энергии (например, нефть с 1999 года подорожала с 18 до 135—180 долларов за тонну);

— из-за того, что ставки заработной платы растут быстрее, чем производительность труда, точнее, заработная плата упала меньше, чем производительность труда (фактор избыточной рабочей силы);

— из-за высокой стоимости капитала ставка рефинансирования учитывает инфляцию, но инфляционный налог на оборотные средства не позволяет иметь адекватную рентабельность.

Столкнувшись с ростом стоимости факторов производства, произ-

водители пытаются “передать” дальше возросшие затраты, назначая (в белорусских условиях добиваясь у Министерства экономики) более высокие цены. В этой цепи повышений цен начинают производственные цены, что в дальнейшем неизбежно ведет к росту потребительских цен<sup>6</sup>, а их регулирование влечет за собой убыточность производства таких товаров.

Ситуация усугубляется отсутствием внутренней конкуренции даже по многим товарам массового спроса. А как только цены упираются в мировые и субъекты хозяйствования выходят на нулевую и отрицательную рентабельность, они провоцируют рынок на девальвацию. Опережающая девальвация номинального курса по сравнению с паритетным ослабляет конкуренцию иностранных товаров. Последнее, с одной стороны, защищает отечественных товаропроизводителей и стимулирует экспорт, а с другой — не создает иностранной конкуренции местным товарам, то есть стабильного потолка цен.

Поэтому еще одна причина возникновения инфляции — низкая или даже отрицательная рентабельность предприятий, что неизбежно вызывает эмиссию. Иными словами, фактическая первопричина инфляции — неэффективные производственные процессы. Причем начавшийся экономический подъем в России только усугубляет ситуацию. Российские товары массового спроса, произведенные на реформированных предприятиях в условиях жесткой конкуренции, начинают вытеснять белорусские не только с российского рынка, но и с внутреннего белорусского. Доля импорта в потребительских товарах растет, что ведет к более существенному влиянию эмиссии на курс и индекс потребительских цен.

Налоговое бремя также существенно влияет на инфляцию. Российские ученые (В.Ф.Пугачев, А.К.Пителин “Инфляция в условиях ограниченной конкуренции”: Экон.-матем. методы. Т. 33. 1997. Вып. 2) доказали, что в наибольшей степени на инфляцию влияет НДС. В частности, замена части НДС адекватным увеличением налога на прибыль существенно ослабляет влияние налогов на инфляцию и что рентный налог на природоэксплуатирующие предприятия может изыматься в достаточно большом объеме без особого влияния на инфляцию. В Беларуси немного предприятий, для которых может вводиться рентный налог на эксплуатацию недр (одно из них — “Беларускалий”).

Снижение среднемесячного прироста ЧВРК в 2000 году по сравнению с 1999 годом существенно изменило ситуацию в денежной сфере. Был стабилизирован рыночный курс белорусского рубля, что позволило довольно легко перейти на единый курс. Девальвация официального курса с 320 до 1180 рублей за доллар США, то есть в 3,7 раза, не вызвала существенной инфляции. Инфляция в 2,4 раза по производственным ценам и в 2,87 раза — по потребительским соразмерна суммарной рублевой денежной эмиссии (приросту рублевой денежной базы в 2,22 раза<sup>7</sup>). А если учесть, что на инфляцию в 2000 году влияла значительная эмиссия в конце прошлого года, то следует констатировать, что инфляция 2000 года адекватна эмиссионной политике (см. рис. 1). С одним замечанием: рост производственных цен в 2000 году значительно опережает рост потребительских. Это имеет два объяснения. Первое — девальвация официального курса через инфляцию издержек импорт-

<sup>4</sup> Спрос на валюту предъявляют также субъекты хозяйствования и население как на средство сбережения свободных денежных ресурсов.

<sup>5</sup> Эксперт Всемирного банка Хансен (Hansen J. A Good Devaluation Will Help Consumers. World Bank. 1997) оценивал начальное влияние девальвации на индекс потребительских цен в 25% по доле импорта в потребительской корзине.

<sup>6</sup> В проведенных исследованиях (см. напр. Е.И.Ракова (НИЭИ Микроэкономики) на статматериале за 1994—1998 гг.) показано, что зависимость потребительских цен (CPI) от производственных (ИЦП) и рублевой денежной массы (МЗ) имеет вид  $CPI = 0,73ИЦП + 0,27 МЗ$ . Разумеется, при более глубоком исследовании следует учитывать, что ИЦП зависит также от темпа роста МЗ. Иными словами, на рост потребительских цен непосредственно на 73% действует рост производственных цен. К близким выводам приходит из своей модели А.О.Тихонов: “60% фактического темпа роста цен вызвано факторами “инфляции издержек” и инфлятогенным потенциалом налогово-бюджетной политики”. В моделях экспертов проекта ВЕТ (Taxis) на данные 1994—1997 гг. также подтверждено, что изменения в МЗ влияют как прямо с коэффициентом 0,8, так и косвенно через валютный курс:

$$\Delta CPI = 0,5\Delta PPI(-1) - 0,4\Delta CPI(-1) + 0,8\Delta M2,$$

$$\Delta PPI = 0,5\Delta PPI(-1) + 0,5\Delta ERM,$$

$$\Delta ERM = 0,5\Delta E(-1) + 0,3\Delta M2(1) - 0,4(E - 4\Delta M2(-1)).$$

<sup>7</sup> Покупка в значительных размерах (на 82 млрд рублей) валюты Национальным банком увеличила денежную эмиссию. В то же время рублевые интервенции на валютном рынке довели чистые иностранные активы органов денежно-кредитного регулирования до 150 млн долларов (на 01.01.2001), что в 5,7 раза больше, чем на аналогичную дату в прошлом году. Вместе с тем покупка Национальным банком валюты в больших объемах достаточно опасная вещь. При коэффициенте мультипликации 2—2,1 по МЗ эти рубли через небольшой промежуток времени удваиваются, и чтобы их выкупить обратно, нужно уже вдвое большее количество валюты.

ных энергоносителей в первую очередь повлияла на производственные цены; второе — в 2000 году существенно повысились долларové цены на энергоносители (нефть).

### Антиинфляционные задачи на 2001 год

**Задача 1.** *Единственный способ остановить инфляцию — научиться выдавать новые кредиты исключительно после возврата старых.* Так работают все безинфляционные банковские системы мира. Это осуществимо только в том случае, если при невозможности возврата кредита неотвратимо и эффективно начинает действовать процедура банкротства. Без решения проблемы демонтажа устаревших и неэффективных производственных мощностей перейти к безэмиссионной политике не удастся.

Поэтому первейшая задача на 2001 год — добиться неукоснительного возврата ранее выданных кредитов (что в условиях уменьшающейся инфляции будет непросто), возможно, даже и ценой банкротств, санации или продажи эффективному собственнику отдельных предприятий. Это касается и валютных кредитов, выданных в 2000 году перерабатывающим предприятиям агрокомплекса. Для маломощной белорусской банковской системы они вместе с кредитом на закупку зерна в Чехии в начале года — значительная сумма. И ее невозврат может иметь очень серьезные последствия. Графики погашения (с учетом конвертации) данных кредитов должны неукоснительно соблюдаться.

**Задача 2.** Неукоснительный возврат кредитов касается и заимствований государства посредством облигаций. Главная проблема рынка ГКО — недоверие Министерству финансов. Стабильное функционирование рынка ГКО в национальной валюте — предпосылка стабильности белорусского рубля. Исследования показывают, что замещение кредитов Национального банка на покрытие дефицита бюджета государственными краткосрочными облигациями — существенный фактор снижения

инфляции. За 2000 год прирост банковского портфеля ГКО составил всего 20,7%.

*Поэтому вторая задача — восстановление доверия к облигациям государства.* Для этого нужно добиться неукоснительного погашения точно в срок каждого тиража. Кроме того, целесообразны публичные аргументированные заверения министра финансов о невозможности обвалов на этом рынке. Национальный банк всеми своими действиями, а это и рефинансирование только под залог ГКО, и прекращение практики валютных свопов и депозитов, и, возможно, решение частично покрывать обязательные резервы ГКО, должен стимулировать покупку ГКО банками. Для увеличения емкости рынка ГКО также целесообразно пойти на снижение уровня обязательных резервов.

**Задача 3.** Снижение эмиссии и инфляции снизит доходность банковского сектора, что создаст значительные проблемы с ликвидностью у не слишком хорошо работающих банков.

*Поэтому третья задача — повышение эффективности банковского сектора путем снижения затрат, ранняя санация и банкротство неэффективных банков и консолидация банковского капитала путем слияний и привлечения новых акционеров.* Главный стимул для привлечения новых акционеров — рост индекса акций того или иного банка. Поэтому нужно наладить нормальный фондовый рынок хотя бы для акций банков.

**Задача 4.** Анализ обнаруживает большую зависимость монетарной и производственной сферы от условий внешней торговли, основной характеристикой которой является реальный курс обмена (РКО), который определяет относительные цены. Ценообразование предприятий ориентировано на интуитивный обменный курс, который будет, по их мнению, на момент сделки. Тем самым предприятия сами формируют некоторый “пантический” курс и в ценообразовании ориентируются на него. *Поэтому Национальному банку*

*очень важно удержать объявленную траекторию обменного курса и инфляции.* Прогнозировать реальный курс обмена можно с помощью разных моделей. Две из них разработаны учеными экономического факультета БГУ<sup>8</sup> и имеют вид:

$$\begin{aligned} \text{РКО} &= -31,37134 - 0,67913 \cdot \text{МЗ} - \\ &- 0,17853 \cdot \text{ГР} + 2,54534 \cdot \text{ГД} + \\ &+ 2,75159 \cdot \text{РЕНТ} + 0,07693 \cdot \text{ОТМВБ} \\ \text{РКО} &= 1,742 - 0,82226 \text{МЗ} - \\ &- 0,07698 \text{ГР} + 0,0258 \text{ГД} + \\ &+ 0,01722 \text{РЕНТ} (-1) + 0,5731 \text{РВП} - \\ &- 0,05515 \text{ПРОЦ} \end{aligned}$$

Здесь РКО — месячный темп роста реального курса доллара (1995—1998гг.), ГР — месячный темп роста реальных госрасходов, ГД — месячные изменения в процентных пунктах дефицита бюджета в долях к ВВП, РЕНТ(-1) — среднемесячная рентабельность, ПРОЦ — доля обязательной продажи.

**Задача 5.** Исследования (см., например, статью “Стабильность функции спроса на деньги в Республике Беларусь и выбор оптимальных инструментов Национальным банком” // Квартальный бюллетень клуба экономистов. № 3, 2000) показали, что в условиях Беларуси стабильным является только спрос на узкие деньги (М0, М1), спрос же на широкие деньги М3, М4 устойчивым назвать нельзя. *Поэтому монетарное таргетирование<sup>9</sup>, применявшееся в 2000 году в отношении совокупной рублевой массы М3 на 4% в месяц, а затем на 6,2%, представляется целесообразным заменить на целевые ориентиры по М1.* К тому же применение современных методов эконометрического анализа с использованием данных за семь лет (с 1992-го по 1998 год) показало существование устойчивой связи между агрегатом М1 (в 2000 году он составлял от 75 до 82% рублевой денежной массы) и индексом потребительских цен. Модель проиллюстрировала, что динамика денежной массы определяет долгосрочную (с лагом в 3—5 месяцев) динамику цен, при этом влияние обладает значительной инерционностью (см. И.Пелипасъ. Денежная масса и цены в Беларуси: ре-

<sup>8</sup> С.А.Бородич, А.В.Возный. Структурные изменения детерминант покупательной способности белорусского рубля // Квартальный бюллетень клуба экономистов. 2000. Вып. 3.

<sup>9</sup> Чаще применяется таргетирование, суть которого состоит в следующем: устанавливаются и объявляются целевые параметры инфляции, далее центрбанк непрерывно прогнозирует реальную инфляцию, сравнивает с целевой и корректирует денежную политику (С. Моисеев. Информационное таргетирование // Вопросы экономики. 2000).

зультаты экономического анализа // Квартальный бюллетень клуба экономистов. Вып. 3, 2000).

**Задача 6. Необходима дедолларизация расчетов, по крайней мере с Россией<sup>10</sup>.** Поэтому не исключено, что нужно (и аргентинский опыт это подтверждает) разрешить субъектам хозяйствования даже внутри республики производить расчеты в российских рублях. Также можно сохранить валютную розничную торговлю за российские рубли, чтобы население привыкало к ним. Безусловно, эти меры целесообразны, если найдут поддержку российской стороны в виде беспроцентного технического кредита на данные цели. Это будет первый и очень серьезный шаг к интеграции денежных систем. Возврат такого кредита должен предусматриваться лишь в случае отказа Беларуси от перехода на единую валюту. Разрешение использовать при безналичных расчетах российские рубли выведет из оффшоров многие транзакции и будет способствовать прозрачности и росту операций банков.

**Задача 7. Поощрение конкуренции и отмена правил, ограничивающих развитие рынков.** Моделирование инфляции с помощью моделей Леонтьева в условиях ограниченной конкуренции показывает, что внутренняя солидарность отрасли существенно влияет на цены (см. В.Ф.Пугачев, А.К.Пителлин. Анализ вариантов антиинфляционной политики // Экономист. 1996, № 5).

**Задача 8.** В 2001 году планируется относительно стабильный единый курс (3% в месяц) и небольшая, по белорусским меркам, инфляция (2,5% в месяц). Действие этих факторов выровняет условия хозяйствования для всех и покажет истинную рентабельность

предприятий. Некоторые из них окажутся в критическом положении, поэтому нужны будут быстрые и жесткие методы по их санации или банкротству. Закон о банкротстве вступает в силу с февраля, и важно, чтобы он сразу начал эффективно применяться, что будет нелегко из-за отсутствия профессиональных антикризисных управляющих. Вместе с тем поддерживать такие предприятия за счет льгот по налогам, безвозвратных кредитов разумно только в крайне редких случаях (если это градообразующие предприятия или у кого-то временные затруднения). Ведь каждое из таких предприятий ложится бременем на всю экономику и вносит свой вклад в инфляцию.

**Задача 9.** Единый курс при высокой цене нефти потребует увеличения цен на жилье, транспорт и, как следствие, — зарплаты в долларовом выражении. Она действительно может превысить порог 100 долларов. Однако предприятия и бюджет смогут существенно увеличить зарплату лишь при повышении производительности, то есть сокращении избыточной рабочей силы. А чтобы занять ее, нужен бурный рост негосударственного сектора, чего, увы, пока не наблюдается. Поэтому в начале нового тысячелетия Республике Беларусь просто жизненно необходимы решительные сдвиги<sup>11</sup> в создании благоприятных условий для ведения бизнеса, привлечения инвестиций, особенно в сферу производства потребительских товаров и услуг. Быстро растущий разрыв между расходами населения на потребительские товары и их производством для отечественного рынка покрывается импортными товарами, что усиливает давление на валютный рынок и вытесняет инвестиционные товары из импорта.

Как видим, основные причины инфляции лежат за пределами сферы влияния Национального банка и вне сферы действия его инструментов. Это стало особенно ясно, как только ему разрешили приглушить эмиссию.

**Задача 10. Следующая задача — стандартизация инструментов регулирования ликвидности и уменьшение норм обязательных резервов.** Несмотря на различия целей денежно-кредитной политики в разных странах, общим становится использование в качестве основных инструментов регулирования денежного предложения — учетной ставки процента и операций на открытом рынке.

Установленные Национальным банком в конце 2000 года нормы обязательных резервов в размере 19% составляют из-за различных освобождений: по приросту вкладов населения, по ресурсам, направленным на долгосрочные инвестиции (около 11% от депозитов банков), если к ним по международным стандартам добавить остатки на корсчетах и кассовую наличность, они достигнут 26%, что чрезмерно много<sup>12</sup> (структуру денежной базы см. на диагр. 3). Высокие бесплатные резервы — это своеобразный налог на активы, увеличивающий стоимость кредита. У высоких резервов есть один положительный момент — они стимулируют продажу ценных бумаг клиентам (замещение резервируемых депозитов ценными бумагами). Поэтому в некоторых странах резервные требования распространяются и на предъявительские ценные бумаги.

**Наиважнейшая задача 2001 года — снижение норм резервов при едином подходе ко всем банкам<sup>13</sup> и переход к мировым стандартам расчёта<sup>14</sup>.** Первый шаг

<sup>10</sup> О плюсах и минусах замещения национальных валют см. статью М.Ю.Чепикова в этом номере журнала, а также статью В. Саравес «Замещение валют: латвийская головоломка» // Трансформация. 2000, №2.

<sup>11</sup> Последний социологический опрос независимого агентства «Новак» показал, что народ Беларуси хочет перемен.

<sup>12</sup> Резервы были введены впервые в США в 1863 году с целью гарантирования банковской ликвидности. Резервные требования в современном понимании были введены также в США в 1913 году при создании ФРС. Постепенно функция резервов изменилась, и сегодня это инструмент ограничения роста совокупной денежной массы, точнее, коэффициента мультипликации. В Европейской системе центральных банков юридически установлен диапазон возможных колебаний нормативных обязательных резервов в 0—10%, хотя сегодня он составляет 2% от всех видов депозитов и эмитированных ценных бумаг, за исключением обязательств по отношению к кредитным институтам и центральным банкам. Европейский центральный банк использует запаздывающий метод формирования обязательных резервов с шагом 1 месяц плюс 24 дня. В течение периода поддержания допускается возможность ускорения. По нормативным резервам начисляются проценты, на избыточные резервы проценты не начисляются. Выполнение резервов контролируется по остаткам на корсчете в своем Центральном банке. Центробанки имеют возможность частично влиять на резервы, уточняя алгоритмы расчета. Общая тенденция за пределами Европейской валютной зоны также очевидна — уменьшение нормы резервов и унификация базы для расчета, то есть типов обязательств, подлежащих резервированию. Унифицируется также качественный состав резервов — национальная валюта на счетах Центробанка и кассовые остатки (ценные бумаги все чаще не принимаются в резервы, а иностранная валюта в резервы принимается разве что в США и Швеции).

<sup>13</sup> В зарубежной практике иногда сберегательным банкам устанавливали пониженные нормы резервов.

<sup>14</sup> Принципиальное отличие резервов в развитых странах от белорусских правил — это включение в их состав кассовых остатков и средств на корсчете. Единственное — необходимо соблюдать среднюю норму за месяц (Япония) или две недели (США). В Канаде и Мексике позволено опускаться ниже среднего уровня, но под залог ценных бумаг.

## Структура денежной базы

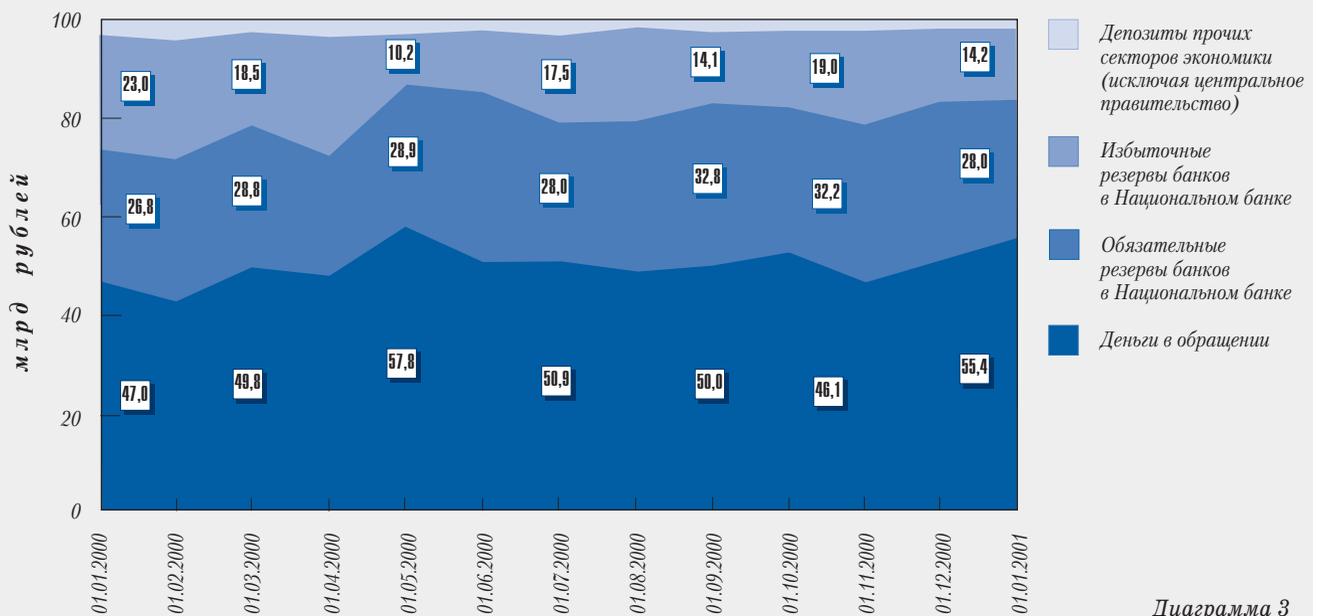


Диаграмма 3

уже сделан — в виде расчетных кредитов для клиринга. Теперь нужны следующие шаги по снижению резервов. Разумеется, делать это нужно крайне осторожно, чтобы не вызвать резкого роста коэффициента мультипликации. В то же время, по мнению автора, резервы должны формироваться только в белорусских рублях. В этом случае банки не заинтересованы в спекулятивном понижении курса белорусского рубля, так как выигрыш на курсовых спекуляциях будет «съеден» необходимостью пополнения резервов, снижение которых резко уменьшит разрыв между стоимостью ресурсов и ставками кредитов.

Особое значение для поддержания курса белорусского рубля имеет освоение зарубежного опыта резервирования средств в белорусских рублях у нерезидентов банков (Бундесбанк иногда устанавливал стопроцентное резервирование подобных средств). Можно регулировать остатки у нерезидентов следующим методом: 100% резервируются остатки на корсчетах у банков-нерезидентов сверх некоторого лимита. Чрезмерные остатки на счетах некоторых госпредприятий также могут подлежать высокой норме резервирования (это уже опыт Южной Кореи). Деньги предприятий, особенно валюта, должны работать в реальном секторе. Такая

Основной инструмент ЕЦБ — **еженедельные количественные кредитные тендеры (аукционы)** на срок 14 дней по фиксированной процентной ставке (ныне 3,25 %) с неизвестным банку количеством денег.

Если спрос коммерческих банков превышает предложение ЕЦБ, то все получают суммы, пропорциональные заявке. Заявки собираются с понедельника до утра вторника, результаты объявляются в 11.15 во вторник. До 10 утра в среду на корсчета банков в национальных центральных банках зачисляются ресурсы. С помощью этого инструмента банки получают 70–80% общего объема рефинансирования.

Второй инструмент долгосрочного рефинансирования — **ежемесячные кредитные аукционы** на срок до трех месяцев, приуроченные к дате нового периода формирования обязательных резервов. ЕЦБ выставляет на децентрализованные торги в каждом центральном банке (по американскому способу) примерно 25% месячного объема рефинансирования. Торги идут по вышеописанной схеме (со вторника по четверг). Ставка отсечения обычно незначительно превышает ставку двухнедельного тендера.

Третий инструмент, предназначенный для тонкой настройки, — **скоростной кредитный (депозитный) аукцион**. Операция проводится путем быстрого сбора предложений от банков-контрагентов для таких операций. Вся операция (кредит, депозит, РЕПО) занимает не более одного часа и иногда осуществляется с конкретными банками по заранее фиксированной ставке.

Четвертый инструмент — валютные свопы — служит изменению пропорций в текущем спросе и предложении на конкретную валюту.

С целью минимизации валютного риска ЕЦБ проводит своп либо как скоростной тендер заявок, либо на основе ставок форвардного рынка.

Пятый инструмент — операции купли-продажи определенных активов центральными банками.

Шестой инструмент — выпуск дисконтных обязательств (ценные бумаги ЕЦБ) посредством аукциона в целях изъятия избыточной ликвидности сроком до 1 года.

Три последних инструмента ЕЦБ служат целям изменения структуры денежной массы и, по нашим данным, пока ЕЦБ не применялись.



дифференциация норм резервов позволит воздействовать на движение капитала. Снижение норм резервирования и размещение резервов на корсчете улучшит функционирование платежной системы.

Главное назначение операций на финансовых рынках (в наших условиях — на рынке ГКО) — влиять на три параметра: во-первых, на краткосрочную процентную ставку денежных рынков; во-вторых, на ликвидность банковской системы, в-третьих, на виртуальный показатель — ожидания изменений рыночной конъюнктуры.

Образцом для нас в регулировании ликвидности могут служить инструменты ЕЦБ как наиболее точно методически заформализованные (см. вставку).

Сегодня операции на открытом рынке — основной инструмент регулирования ликвидности денежной массы. Более того, теоретически обосновано, что это самый эффективный способ влияния на денежное предложение, а также выявлены отрицательные следствия параллельного использования ГКО и эмиссионных кредитов (так называемый российский эффект, когда “государство одалживает деньги само у себя, выплачивая банкам проценты по ГКО”).

К мерам административного воздействия сегодня стараются прибегать редко, тем не менее на ранних этапах становления рыночной экономики, а в завуалированном виде и в развитых рыночных экономиках, они достаточно широко применяются. Какие из них наиболее популярны?

Первая и наиболее распространенная мера — регулирование процентных ставок по депозитам и кредитам (или марже) коммерческих банков. Например, Банк Кореи даже сегодня запрещает выплачивать высокие проценты по депозитам свыше двух лет, а в США не отменено правило “ноль”, запрещающее выплачивать проценты по текущим счетам.

Вторая часто применяемая мера — регулирование структуры портфеля активов в виде лимитов на отдельные его доли. Например, нижний лимит — на инвестиции в государственные ценные бумаги (в Италии — 6,5% прироста ресурсов, в Индии — 50% активов), верхний лимит — на валютные средства, размещенные за рубежом, лимит на кредиты в приоритетные отрасли, лимит на межбанковские кредиты.

Следует заметить, что по мере глобализации финансовых рынков

и при возможности перевода средств в оффшоры действенность административных ограничений ослабляется. Поэтому центральные банки административные ограничения применяют все реже, маскируя их под требования ликвидности. Вместе с тем нельзя считать, и это подтверждают примеры даже самых либеральных стран (мы исключаем страны-банки Люксембург, Швейцарию, Монако и т. п.), что капитал всегда и везде течет только туда, где выше норма прибыли. Просто сегодня методы воздействия государства и реального сектора на банковский капитал стали тоньше и изощреннее и перешли в разряд неформальных ограничителей. Типичные примеры — Германия и Южная Корея с их схемами неформального сращивания финансового и промышленного капитала.

Итак, если нашей стране удастся хотя бы частично решить перечисленные задачи, то темп роста денежной базы по сравнению с инфляцией будет превышен, а это позволит увеличить денежное предложение, что, в свою очередь, приведет к росту коэффициента монетизации и даст бюджету необходимый сеньораж<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> Сеньораж — это доходы правительства. Определяется как отношение прироста денежной базы к индексу цен:  $MV/CPI$ . В некоторых странах (Мексика, Бразилия) сеньораж составлял от 25 до 40% всех доходов правительства. В статье А.Е.Варшавского “Моделирование инфляции в России” (Экон.матем. методы. 1997. Т. 33. Вып. 3.) промоделированы варианты эмиссии для выбора темпов инфляции при стабильном ВВП.

**УНИТАРНОЕ ПРЕДПРИЯТИЕ**  
**“БУМАЖНАЯ ФАБРИКА” ГОЗНАКА**

**ПРОИЗВОДИТ И РЕАЛИЗУЕТ ПО КОНКУРЕНТНЫМ ЦЕНАМ БАНКАМ И ФИНАНСОВЫМ КОМПАНИЯМ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ:**

- Бандероли и накладки всех номиналов.
- Ленту бумажную ламинированную для обандероливания, шириной 30 и 40 мм.
- Конверты банковские (114x162, 162x229, 229x324).
- Ленту перфорированную в рулоне и стопе (210, 240, 420 мм x12).
- Тетради обшив, полуобшив, канцелярские книги.
- Бумагу офисную и писчую.
- Путевые листы на все виды транспорта, приходно-кассовые ордера
- и любую другую печатную продукцию с различными степенями защиты.

Качество нашей продукции гарантировано высокотехнологичным импортным оборудованием, импортными расходными материалами и 88-летним опытом работы наших специалистов.

**Наши контактные телефоны (01777) 38496, 38271**



**Денис КРИВОРОТОВ,**

консультант-референт  
первого заместителя  
Председателя Правления  
Национального банка  
Республики Беларусь

### Подходы к проведению центрального банком антиинфляционной политики

В странах с переходной экономикой и в развивающихся странах одной из основных проблем, связанных с трансформацией экономической системы и становлением устойчивой системы рыночных отношений, является проблема инфляции. Между экономистами существуют фундаментальные расхождения во взглядах на причины инфляции, а следовательно, и на способы борьбы с ней. Расхождение эти являются следствием несогласия по вопросам природы денег и кредита и их воздействия на реальный сектор экономики.

# Обменный курс в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики

Инфляция затрагивает множество аспектов экономической и общественной жизни. Она создает практические неудобства и убытки, выводит из строя основные механизмы и индикаторы рыночной экономики, порождает неопределенность в обществе и оказывает нежелательное влияние на распределение общественного продукта, а кроме того, становится причиной социально-политического напряжения (в зависимости от того, является ли инфляция ожидаемой или нет).

На практике инфляция создает серьезные проблемы, поскольку деньги перестают выполнять свои основные функции: меры стоимости, средства расчетов, платежа и накопления. Снижается доверие к национальной денежной единице, экономические агенты и население стремятся держать как можно меньше денег на руках и на счетах в банках, пытаются обменять их на товары, услуги или приносящие реальный доход активы (например, иностранную валюту). Вследствие этого растет скорость обращения денег. Повышенный спрос на товары и валюту стимулирует девальвацию национальной денежной единицы и рост цен.

Инфляция порождает также очень серьезные искажения и снижение эффективности работы инструментов рыночной экономики. В частности, цены перестают играть роль индикаторов рынка. Если цены и доходы увеличиваются пропорционально и равномерно, то это не наносит особого вреда экономике, однако на практике происходит иное. Цены на различные товары и услуги (включая рабочую силу) растут беспорядочно, поскольку попытки скорректировать цены на отдельные виды товаров в соответствии с общим уровнем инфляции предпринимаются в различ-

ные промежутки времени и не всегда одинаково успешно.

Искажая или устраняя рыночные сигналы, инфляция вызывает увеличение неопределенности для предприятий и населения, что приводит к свертыванию их обычных операций, и особенно новой деятельности. Если невозможно предугадать хотя бы с минимальной степенью точности будущие цены на товары и услуги, люди пытаются избежать заключения контрактов, включающих выполнение обязательств в будущем. Предприниматели не могут планировать убытки и прибыль от новых (особенно долгосрочных) инвестиций, а поэтому пытаются свести риски к минимуму, ограничивая свою активность обычными ежедневными операциями.

Еще одним последствием инфляции становится перераспределение национального дохода и богатства. Во-первых, это перераспределение богатства от кредиторов к заемщикам за счет отрицательных процентных ставок. Во-вторых, это касается контрактов всех видов, в которых предусматривается погашение будущих обязательств, выраженных в денежных единицах. Искажается и нарушается деятельность всех видов кредитных и финансовых рынков.

Таким образом, высокая инфляция отрицательно влияет на развитие экономики и на общество в целом. Поэтому стабильность национальной валюты можно считать одной из необходимых составляющих стабильного экономического роста. Соответственно успешное проведение антиинфляционной политики является одной из важнейших составляющих экономической политики.

Как правило, дискуссии о способах борьбы с инфляцией главным образом отражают разногласия во

взглядах на причины, порождающие инфляцию. Одна группа экономистов придерживается того мнения, что инфляция представляет собой чисто монетарное явление, причиной которого является чрезмерная денежная эмиссия, следовательно, способы борьбы с инфляцией сводятся к решительному ограничению денежной массы и проведению жесткой денежно-кредитной политики. Другая группа экономистов настаивает на том, что в то время как рост денежной массы является необходимым условием инфляции, фундаментальные причины обусловлены другими факторами. В таком случае только решительные меры, направленные против этих факторов, могут помочь победить в борьбе с инфляцией без ощутимых потерь и без опасности возрождения инфляции, как только закончится период ограничений роста денежной массы.

В любом случае одной из необходимых предпосылок успешного преодоления высокой инфляции является проведение правильной монетарной политики.

В мировой практике существует множество примеров успешного осуществления центральными банками и правительствами антиинфляционных программ<sup>1</sup>. Можно выделить два основных подхода к решению проблемы высокой инфляции. Первый основан на признании монетарной природы инфляции и жестком контроле над приростом денежной массы. В основе второго подхода лежит стабильность обменного курса и использование последнего в качестве промежуточного целевого ориентира (номинального якоря) денежно-кредитной политики. Утверждать однозначно, какой из них является наиболее действенным и правильным, нельзя — существуют примеры успешного подавления инфляции как с помощью первого, так и с помощью второго подхода.

### Эффективность использования фиксации обменного курса

Применяя обменный курс в качестве целевого ориентира, центральный банк обычно пытается обеспечить стабильность обменно-

го курса через процентные ставки и прямые валютные интервенции, импортируя таким образом низкую инфляцию из страны привязки валюты.

Объявляемый заранее целевой уровень номинального обменного курса дает экономическим агентам очень ясную и прозрачную информацию о будущем уровне инфляции, по крайней мере, в краткосрочном периоде. Поскольку и инфляция, и обменный курс имеют монетарную природу и тесно взаимосвязаны, для предприятий и населения стабильный обменный курс (устанавливаемый, конечно, на основе спроса и предложения, а не на административной основе) ассоциируется со стабильными ценами, что позитивно влияет на инфляционные ожидания. Считается, что привязка курса (будь то установление целевого уровня номинального курса или привязка курса национальной валюты к курсу более стабильной иностранной валюты) дисциплинирует как монетарную, так и фискальную политику<sup>2</sup>.

Если внутренние цены страны, валюта которой привязана к валюте другого государства, выше, чем цены в стране привязки, возникает реальная переоценка национальной валюты. Это приводит к снижению ценовой конкурентоспособности отечественного экспорта и замещению отечественных товаров импортными, что означает ухудшение торгового баланса со всеми вытекающими последствиями. Соответственно страна вынуждена снижать внутреннюю инфляцию до уровня, близкого к уровню инфляции страны привязки, что подразумевает, в частности, снижение уровня предложения денег в экономике. Сказанное относится и к политике процентных ставок.

Что касается повышения дисциплины фискальной политики, то в условиях фиксации обменного курса тем или иным способом фискальная экспансия приводит к росту дефицита платежного баланса, который в конце концов приведет к отказу от привязки курса.

При этом следует учитывать, что дисциплинарный эффект привязки является относительным.

Ценовая стабильность как конечная цель монетарной политики может быть достигнута и при использовании гибкого, и в условиях фиксированного обменного курса **только благодаря доверию к проводимой экономической политике**. Это, в свою очередь, является функцией соответствующей фискальной политики, совместимой с целевым ориентиром по инфляции и поддерживаемой институциональными факторами, связанными с монетарной политикой (автономия центрального банка) и политической заработной платы (гибкость рынка труда).

Таким образом, привязка курса дает надежный, прозрачный и пользующийся доверием экономических агентов номинальный якорь денежно-кредитной политики, позволяет избежать проблем как экономического, так и технического, институционального характера, связанных с применением альтернативных промежуточных целевых ориентиров. Более того, в условиях, когда отсутствуют развитые финансовые рынки, нормально функционирующие валютные рынки, а также доверие со стороны общества к проводимой правительством и центральным банком экономической, монетарной и валютной политике, фиксация курса национальной валюты относительно курса более устойчивой валюты (или корзины валют) является одним из наиболее привлекательных и устойчивых вариантов проведения монетарной и валютной политики.

На сегодняшний день привязку курса используют очень многие развивающиеся страны и страны с переходной экономикой. Вместе с тем недавние валютные кризисы 90-х годов (Азиатский — 1997, Бразильский, Мексиканский, Российский — 1994, 1995, 1998) позволили выявить проблемы, связанные с использованием фиксации валютного курса и применением последнего в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики, а также сделать некоторые выводы, актуальные не только для развивающихся стран, но и для стран с переходной экономикой.

<sup>1</sup> См. например: *Designing Disinflation Programs in Transition Economies: The Implications of Relative Price Adjustment*. Sh. Coorey, M. Mecagni, E. Offerdal. IMF. ppa/97/1. 1997.

<sup>2</sup> См. *Central Banking in Transition Countries*. H. Wagner. IMF. wp/98/126. 1998.

Один из таких выводов состоит в том, что фиксация обменного курса в условиях растущей либерализации внутренних финансовых и валютных рынков является потенциальным источником экономической нестабильности, создавая предпосылки развития валютного кризиса. В связи с этим более предпочтительным является использование гибких режимов обменного курса.

В то же время для стран с менее развитыми финансовыми рынками и жестким контролем за движением капитала проблемы, связанные со спекулятивным притоком капитала и атаками на национальную валюту, менее актуальны. Поэтому в этих странах привязка курса валюты может эффективно использоваться для борьбы с инфляцией и проведения стабильной монетарной и экономической политики.

К числу стран, в наибольшей степени пострадавших от недавних валютных кризисов, можно отнести Аргентину, Мексику, Индонезию, Корею, Малайзию, Таиланд, Гонконг, Россию, Бразилию и Аргентину. Все эти страны перед кризисом имели де-юре или де-факто привязку курса национальной валюты. Чили, Перу, Южная Африка и Турция, напротив, использовали режим гибкого обменного курса и поэтому понесли существенно меньшие потери во время кризиса.

Однако нельзя говорить о предпочтительности того или иного режима обменного курса, основываясь исключительно на результатах воздействия валютных курсов на экономику конкретных стран.

Аргентина, например, серьезно пострадавшая во время кризиса, сумела обеспечить стабильный высокий экономический рост в 90-х годах, используя режим валютного управления. Россия, поставившая задачу достижения низкого уровня инфляции с помощью использования обменного курса в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики, успешно с ней справлялась на протяжении почти трех лет (макроэкономическая стабилизация 1995—1998 годов). Программа стабилизации российской экономики была основана на введении валютного коридора и использовании твердого курса рубля как номинального якоря для по-

давления инфляции. Средством достижения поставленных целей должно было стать ограничение дефицита бюджета и роста денежной массы. От этих намерений ни российское правительство, ни Банк России не отступали в течение трех лет.

В условиях стремительного падения доходов бюджета правительство сумело резко снизить расходы, поэтому бюджетный дефицит удерживался под контролем. В то же время создание рынка ГКО позволило финансировать дефицит через займы у банков, то есть без увеличения денежной эмиссии. В итоге инфляция снизилась с 6% в месяц (в середине 1995 года — накануне введения валютного коридора) до 6% в год (в середине 1998 года — непосредственно перед кризисом). Однако слабым местом программы было отсутствие готовности девальвировать рубль ускоренными темпами (быстрее роста цен) после того, как инфляция была сведена на нет, то есть перейти от стабилизации, основанной на фиксации валютного курса, к монетарной стабилизации, основанной на низком курсе рубля и жесткой денежной политике.

Таким образом, вопрос о том, насколько эффективно использование привязки курса при проведении антиинфляционной и стабилизационной политики, некорректен. Необходимо говорить о том, как долго можно использовать этот инструмент без возникновения проблем для национальной экономики, а также о том, насколько совместим режим привязки с целями и задачами экономической политики, проводимой правительством, в особенности с ориентирами фискальной и монетарной политики.

### Варианты фиксации обменного курса

Базовым вариантом использования курса в качестве номинального якоря является привязка курса национальной валюты (exchange rate peg) к курсу более стабильной иностранной валюты (например, к доллару США) либо к корзине валют (например, к евро). Обычно при выборе валюты привязки, помимо ее стабильности, принимается во внимание объем торговли со

страной привязки. Поэтому в качестве валюты привязки рекомендуется валюта основного торгового партнера (партнеров).

Фиксацию курса валюты можно осуществлять различными способами. Соответственно существуют различные варианты режима использования обменного курса в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики.

Разновидностью режима привязки является установление коридора колебания курса национальной валюты (exchange rate band). В рамках коридора обменный курс может колебаться совершенно свободно, центральный банк вмешивается только в тех случаях, когда есть опасность выхода за пределы коридора.

Следующая разновидность — так называемая «ползущая привязка» (crawling peg). В режиме «ползущей привязки» центральный банк заранее объявляет верхний или нижний предел изменения валютного курса национальной денежной единицы на определенный период.

Наиболее радикальным вариантом фиксации курса национальной валюты является использование валютного управления (currency board). В режиме валютного управления рост денежной базы привязывается к росту валютных резервов и осуществляется в форме покупки иностранной валюты.<sup>3</sup>

Поддержание стабильного валютного курса подразумевает наличие определенных предпосылок. В частности, необходим правильный выбор монетарной, фискальной и экономической политики, согласующийся с доминированием валютной политики, направленной на поддержание целевого уровня обменного курса. Необходимо иметь достаточный уровень международных резервов, поддерживать конкурентоспособность отечественной экономики (в частности, ориентированных на экспорт отраслей), требуется определенная политическая стабильность и доверие к действиям правительства и центрального банка. Кроме того, для использования привязки курса необходимо следующее:

- низкий уровень интеграции экономики в международный рынок капитала;

<sup>3</sup> S. Fischer. *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*. IMF. 2001.

- высокий объем товарооборота со страной, к валюте которой осуществляется привязка;
- характер шоков, возникающих в национальной экономике и в экономике страны привязки, должен быть сходным;
- готовность принять монетарную политику страны привязки;
- существенное влияние изменений валютного курса на инфляцию;
- наличие гибкой и здоровой фискальной политики;
- гибкость рынка труда.<sup>4</sup>

#### Плюсы и минусы использования обменного курса в качестве целевого ориентира

Существенной проблемой при использовании обменного курса в качестве номинального якоря является отсутствие в этом случае автономии монетарной политики. Фактически монетарная политика при использовании обменного курса в качестве целевого ориентира подчинена целям валютной политики.

Внутренние процентные ставки должны согласовываться с процентными ставками в стране привязки (при высокой мобильности капитала) с учетом кредитного риска. В случае возникновения внутренних шоков спроса или предложения центральный банк ограничен в возможности реагировать на эти шоки с помощью изменения процентных ставок, и наоборот, шоки, возникающие в стране привязки, передаются в реальный сектор национальной экономики через импортируемую монетарную политику.

Отрицательным моментом использования фиксации курса является высокий риск спекулятивных атак на национальную денежную единицу. Например, в мае 1997 года чешская крона подверглась спекулятивной атаке, в результате которой Национальный банк Чехии был вынужден отказаться от фиксированного обменного курса. Чешский валютный кризис еще раз наглядно подтвердил справед-

ливость утверждения о невозможности продолжительного эффективного использования фиксированного валютного курса в качестве целевого ориентира денежно-кредитной политики, а также одновременного достижения ориентиров по инфляции и целевого уровня обменного курса. Высокий риск спекулятивного притока капитала (одна из основных проблем, связанных с использованием фиксированного курса) менее актуален для стран с переходной экономикой, нежели для развивающихся стран.

Главной проблемой, связанной с использованием режима фиксированного валютного курса, является наличие риска снижения ценовой конкурентоспособности отечественного экспорта и появления внешнеторговых дисбалансов. Этот риск возрастает в случае длительного использования фиксированного курса. Повышение реального курса является, по мнению большинства исследователей, главной причиной валютных кризисов в странах с переходной экономикой.

Начиная с 1996 года многие страны с переходной экономикой (в хронологическом порядке — Болгария, Румыния, Беларусь, Украина, Россия, Кыргызстан, Грузия, Казахстан) пережили валютные кризисы, причем обесценение их валют (на 26—65% в течение нескольких месяцев) оказалось не менее значительным, чем в Восточной Азии в 1997—1998 годах (за исключением Индонезии, где курс рупии упал на 80%) и Мексике в 1994—1995 годах. В Болгарии и России падение курса было особенно значительным (почти на 2/3), а в Беларуси — даже больше, чем в Индонезии.

Занижение валютного курса по сравнению с ППС<sup>5</sup> (или отставание внутренних цен от мировых) — общая черта стран с переходной экономикой и развивающихся стран. Если в развитых странах отношение внутренних цен к мировым составляет, как правило, около 100% и более, то для более бедных стран это соотношение достигает 50% и менее<sup>6</sup>.

Во-первых, товары, не являющиеся предметом международной торговли (в основном услуги), стоят в этих странах дешевле.

Во-вторых, относительно бедные страны, как правило, обременены внешней задолженностью и страдают от утечки капитала. В этой связи экспорт товаров и услуг должен превышать импорт, что требует заниженного валютного курса по сравнению с ППС.

В-третьих (и это, вероятно, самое существенное), многие развивающиеся страны и страны с переходной экономикой сознательно занижают валютный курс (через ускоренное накопление валютных резервов) в рамках общей стратегии экспортоориентированного роста. Искусственное занижение курса позволяет стимулировать экспорт, производство и сбережение через ограничение импорта и потребление.

Такой была стратегия Японии, Кореи, Тайваня и Сингапура несколько десятилетий назад, когда они догоняли развитые страны, такова в последние десятилетия стратегия государств Юго-Восточной Азии, которые поддерживают валютный курс на уровне 20—40% ППС (в Китае ниже всех — 20% ППС). В 1996 году валютные резервы только Китая, Сингапура, Малайзии и Таиланда составили 20% мировых валютных резервов, а отношение валютных резервов к ВВП в этих странах превышало 20%, в то время как среднемировой показатель равняется 8%<sup>7</sup>.

Урок валютных кризисов в странах с переходной экономикой очевиден: чрезмерно длительное использование валютного курса для борьбы с инфляцией чревато чрезмерным ростом реального курса и валютным кризисом.

Тенденция к повышению реального курса валюты должна служить основанием для беспокойства в любой стране, особенно развивающейся, так как это подрывает международную конкурентоспособность экспорта и вытесняет отечественные продукты с национального рынка, замещая их импортными.

<sup>4</sup> *Economy Exchange Rate Arrangements of Developing and Transition Countries/ Chapter III in Exchange Rate regimes In an Increasingly Integrated World. M. Mussa, P. Masson, A. Swoboda and others. IMF. 2000.*

<sup>5</sup> ППС — паритет покупательной способности.

<sup>6</sup> Попов В. Уроки валютного и биржевого кризиса в странах Юго-Восточной Азии // *Вопросы экономики*. 1998. №11.

<sup>7</sup> *World Bank. The State in a Changing World. World Development Report, NY: Oxford University Press. 1997.*

Повышение реального курса в развивающихся странах обычно объясняется эффектом Балассы-Самуэльсона: если производительность труда в торговом секторе растет быстрее, чем в неторговом, и если уровень зарплаты между секторами нивелируется так, что рост реальной заработной платы отстает от роста производительности, то появляется возможность для повышения реального курса без подрыва прибылей предприятий.<sup>8</sup> В торговом секторе снижение прибылей, вызванное повышением реального курса, компенсируется их увеличением за счет отставания реальной зарплаты от роста производительности труда. Однако в плановой экономике неэкспортный сектор, представленный в основном сферой услуг, был слабо развит — во время перехода к рынку он рос быстрее, чем другие секторы, в том числе и за счет роста производительности труда. Поэтому предложенное выше объяснение роста реального курса вряд ли подходит для стран с переходной экономикой.

Существует альтернативное объяснение роста реального курса в странах с переходной экономикой. Повышение реального курса, наблюдавшееся во многих странах с переходной экономикой, может объясняться не только изначальным искусственным занижением курса при введении конвертируемости, но и природой самого переходного процесса. Снижение норм накопления (доли инвестиций в ВВП) во время формирования рынка позволяет экономике обходиться меньшими сбережениями и выдержать увеличение потребления за счет повышения реального курса валюты.<sup>9</sup> Кроме того, эти же авторы утверждают, что повышение реального курса закончится в этих странах лишь с завершением переходного процесса, который может продлиться многие десятилетия, а попытки противодействовать повышению курса не только

безнадежны, но и ведут к спекулятивному притоку капитала и соответствующему увеличению резервов. Если воздействие роста резервов на денежную массу не стерилизуется, то неизбежно ускорение инфляции. При стерилизации же раскручивается спираль: рост процентных ставок — новый приток капитала и новое увеличение резервов — новая стерилизация и т.д. Еще опаснее ориентация на поддержание паритета покупательной способности: номинальные девальвации в этом случае ведут к росту инфляции и обесценению валюты<sup>10</sup>. Такое объяснение повышения реального курса базируется на действительном процессе, наблюдаемом в странах с переходной экономикой, снижении высокой доли инвестиций в ВВП без ощутимых последствий для темпов роста<sup>11</sup>. Почти во всех бывших социалистических странах доля инвестиций в ВВП сначала снижалась, а затем если и возросла в период подъема, то не вернулась к предреформенному уровню. Однако этот эффект не может быть продолжительным, так как процесс снижения доли инвестиций в ВВП в основном уже подошел к концу. Соответственно и резервы для повышения реального курса в странах с переходной экономикой, определявшиеся ранее первоначальным занижением курса и возможностью роста потребления за счет снижения доли инвестиций, к середине 90-х годов оказались исчерпанными<sup>12</sup>.

Тенденция к повышению реального курса часто встречает противодействие в развивающихся странах, особенно в Юго-Восточной Азии, где экспортноориентированный рост является основой правительственной экономической стратегии и продолжается вот уже несколько десятилетий. Таиланд, Малайзия, Индонезия, например, накануне кризиса всеми силами старались избежать роста реально-

го курса. Так, в Таиланде накануне кризиса, в условиях значительных масштабов притока капитала, можно было предположить рост реального курса, ослабляющий экспортный сектор. Однако это государство сумело удержать реальный курс бата на уровне 1990 года при низких темпах инфляции. Успех правительства был основан на том, что, во-первых, государство обеспечивало превышение доходов над расходами, чтобы нейтрализовать разрастание совокупного спроса, вызываемое притоком капитала, а во-вторых, проводило крупные стерилизационные операции<sup>13</sup>.

Антиинфляционную политику на базе фиксации обменного курса проводили и проводят многие развивающиеся страны и страны с переходной экономикой. Привязка курса дает надежный, прозрачный и пользующийся доверием экономических агентов номинальный якорь денежно-кредитной политики. Главной проблемой при использовании привязки или фиксации курса является продолжительность использования этого инструмента. Как показывает опыт, неоправданное стремление во что бы то ни стало поддержать номинальный курс на заданном уровне без наличия объективных экономических предпосылок приводит к глубокому валютному и системному банковскому кризису. При этом чем менее скоординированы фискальная и монетарная политика и чем меньше уровень международных резервов страны, тем быстрее наступает кризис. Даже при наличии глубокой единовременной девальвации, предшествующей привязке курса национальной валюты, цены все равно остаются выше, чем в стране привязки, что приводит к потере ценовой конкурентоспособности.

Растущая мобильность капитала вынудила в 90-х годах многие страны уйти от использования при-

<sup>8</sup> Торговый, или экспортно-импортный сектор (traded sector), состоит из отраслей, экспортирующих свою продукцию или конкурирующих с импортом. Неторговый сектор (non-traded sector) производит товары и услуги, не являющиеся предметами международной торговли, и, таким образом, не конкурирует с аналогичными заграничными товарами и услугами (например, электро-, газо- и водоснабжение, розничная и оптовая торговля внутри страны и т.д.).

<sup>9</sup> Grafe C., Wyplosz. *The real Exchange Rate in Transition Economies: Paper presented at the Third Dubrovnic Conference On Transition Economies in Dubrovnic, Croatia, June 25—28, 1997.*

<sup>10</sup> Halpern L., Wyplosz C. *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies. IMF Staff Papers. 1997. Vol.44. №4.*

<sup>11</sup> Шмелев Н., Попов В. *На переломе: экономическая перестройка в СССР. М.: Изд. АПН. 1989.*

<sup>12</sup> Попов В., Монтес М. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь». *Теория и история валютных кризисов в России и других странах. — М.: изд-во «Дело», 1999.*

<sup>13</sup> Montes M. *The Currency Crisis in Southeast Asia. Updated edition. Institute of Southeast Asian Studies. Singapore. 1998.*

вязки или фиксации валютного курса в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики. Вместе с тем высокий риск спекулятивного притока капитала — одна из основных проблем, связанных с использованием фиксированного курса, — менее актуален для стран с переходной экономикой, нежели для развивающихся стран.

При этом привязку необходимо рассматривать в качестве достаточно эффективного, но временного инструмента монетарной политики, который на определенном этапе стабилизационного процесса

должен быть замещен другим механизмом.

Сегодня в мире наблюдается тенденция все большего смещения в направлении гибкого режима обменного курса (свободного плавления обменного курса национальной валюты). Одновременно наблюдается процесс, направленный на достижение конвертируемости национальных валют по текущим операциям и все большая либерализация капитального счета платежного баланса<sup>14</sup>. Переход к более гибкой политике обменного курса дает возможность использовать последний, во-первых, в качестве ин-

дикатора проводимой политики, во-вторых, в качестве сигнала к внесению необходимых корректировок в монетарную и фискальную политику до того, как возникший дисбаланс приведет к валютному кризису. Кроме того, режим гибкого валютного курса упрощает управление притоком капитала, поскольку гибкий валютный курс действует как встроенный стабилизатор, тогда как в режиме привязанного или фиксированного курса требуется проведение стерилизации.

## Книжная полка банковского работника

*Продолжение. Начало на с. 7*

ных и ценовых рисков, а также в целях получения прибыли посредством проведения спекулятивных операций.

В данном издании также изложена система работы на финансовых рынках (методика анализа рынков с дальнейшим принятием решения об открытии и закрытии позиций), используя которую можно, как минимум, сохранить первоначальный капитал.

Особенно будет полезна эта книга для институциональных инвесторов, которые смогут познакомиться с методикой оценки работы трейдеров, а также с основами отбора будущих специалистов, претендующих на управление финансовыми ресурсами.

**Ибрагимова Л.Ф. Рынки срочных сделок: для продолжающих и тех, кто призван регулировать. — М.: Изд-во РУДН, 2000. — 233 с.: ил.**

В книге рассматриваются вопросы регулирования деятельности на рынке срочных сделок, процессы становления этого рынка и существующая сегодня система.

Срочный рынок в последние несколько лет получает все большее развитие как неотъемлемая часть общегосударственной финансовой системы.

Рынок срочных сделок — это особый способ хозяйствования, специфическое производственное отношение в рамках определенного способа производства, обусловленного процессом накопления капитала, который существует на базе движения различного рода базисных активов и осуществляется в различных видах договоренностей. Существующий на сегодняшний день неорганизованный рынок срочных сделок — это рынок сплошных рисков и, соответственно, огромных прибылей и убытков.

Данная книга рекомендуется широкому кругу читателей, уже освоивших азы теории срочного рынка.

**Сафонова Т.Ю. Биржевая торговля производными инструментами: Учеб.-практ. пособие. — М.: Дело, 2000. — 544 с.**

Пособие посвящено основным принципам организации и становлению биржевой торговли производными финансовыми инструментами — наиболее распространенного в мире механизма страхования финансовых рисков.

Рассмотрены вопросы организации и структуры биржи, правового регулирования деятельности срочного рынка, порядок бухгалтерского учета производных финансовых инструментов, основные принципы биржевого клиринга и другие.

В пособии дан обзор российских бирж, основ биржевой торговли производными инструментами на примере крупнейших мировых бирж.

Книга рассчитана на биржевых брокеров, банковских трейдеров, финансистов, экономистов и всех интересующихся вопросами биржевой торговли.

**Вильямс Б. Новые измерения в биржевой торговле: как извлечь прибыль из хаоса: рынки акций, облигаций и фьючерсов /Пер. с англ. Е.Василевской; науч.ред. М.Чекулаев. — М.: ИК Аналитика, 2000. — 288 с.**

Эта книга перевернет ваше представление о рынках и принципах торговли на них. Билл Вильямс, опытный трейдер, представляет новый динамичный подход, подробно объясняет, что он собой представляет, как работает на современных фондовых и товарных рынках и какие дает преимущества.

Книга ценна еще и тем, что в ней дается представление об инновационных инструментах проведения технического анализа, предлагаются также правила принятия решений с использованием этих инструментов.

*Окончание на с. 33*

<sup>14</sup> *Economy Exchange Rate Arrangements of Developing and Transition Countries/ Chapter III in Exchange Rate regimes In an Increasingly Integrated World. M. Mussa, P. Masson, A. Swoboda and others. IMF. 2000*



**Валентина ЮРИК,**

заведующая кафедрой  
международных  
экономических  
отношений БГУ,  
кандидат  
экономических наук

## Внешнеторговый дефицит и прямые инвестиции в переходных экономиках

Во внешнеторговой политике стран с переходной экономикой на пути движения к рынку можно выделить два структурно различных типа экономических преобразований, связанных прежде всего с различиями в динамике привлечения иностранных инвестиций и их последующим влиянием на скорость и динамику экономического роста. Как правило, процессы привлечения иностранных инвестиций в реальный сектор экономики связаны с расширением импортных поставок оборудования, комплектующих, полуфабрикатов, сырья и т.д., что неизбежно ухудшает состояние торгового баланса и вызывает нарастание внешнеторгового дефицита. В целом при оценке дефицита торгового баланса с точки зрения инвестиционного наполнения можно говорить о двух его структурно различных состояниях.

**Первое состояние** характеризуется наличием, и даже возрастанием дефицита торгового баланса, как правило, обусловленное импортом сложного технического оборудования, комплектующих и полуфабрикатов, которые поставляются с целью расширения и/или модернизации производства. По прошествии определенного времени, свя-

занного с внутренней нормой прибыли на капитал и окупаемостью капитальных вложений, эти импортные поставки позволят расширить выпуск экспортной продукции и тем самым будут способствовать росту объемов экспорта страны и поступлений экспортной выручки. В этом случае дефицит торгового баланса не является поводом для беспокойства, поскольку если в стране осуществляется разумная стратегия привлечения иностранных инвестиций для целей модернизации и расширения производства товаров и услуг, подкрепленная высокой эффективностью использования иностранного капитала внутри страны, то по истечении определенного срока указанные инвестиции обеспечат дополнительный рост экспортной выручки, которая будет использована также и для погашения привлеченных иностранных инвестиций.

Особую роль в процессе внешнего инвестирования экономики играют прямые иностранные инвестиции (ПИИ). Страны с переходной экономикой испытывают потребность в значительных вложениях в основной капитал при недостаточности внутренних сбережений. Прямые иностранные инвестиции служат дополнением к внутренним сбережениям и участвуют в общих капиталовложениях в экономику, не вызывая при этом увеличения внешнего долга и оттока бюджетных средств, как это бывает с другими видами иностранных инвестиций, по которым из бюджета осуществляются выплаты дивидендов, процентных платежей и погашение основной части внешнего государственного долга. Кроме того, как показывает опыт, прямые иностранные инвестиции, осуществляемые менеджерами международного уровня, являются прибыльными для всех сторон да-

же в условиях неразвитости местного предпринимательства. При этом ПИИ обычно несут с собой передовые для данной страны технологии, а также обеспечивают доступ к экспортным рынкам и последующую реализацию произведенной на них продукции.

Примером указанного состояния дефицита торгового баланса может служить Чехия с населением в 10 млн человек и территорией в 2,5 раза меньшей, чем Беларусь.

За 1995—1996 годы дефицит торгового баланса этой страны вырос с -3,7 до -5,9 млрд долларов США, а затем в 1997 году продолжал сохраняться на достаточно высоком уровне — 4,6 млрд (табл. 1). Но данный факт не вызывал опасений ни у МВФ, ни у кредиторов, ни у правительства Чехии, поскольку к 1995 году объем привлеченных в экономику прямых инвестиций составил около 4,1 млрд долларов и далее в 1996—1997 годах в среднем ежегодно возрастал на 1,3 млрд долларов. При этом дефицит торгового баланса был обусловлен в основном поставками оборудования и комплектующих из Германии и других индустриальных стран. Ввезенное оборудование в последующем должно было обеспечить производство дополнительной экспортной продукции. Так и произошло: в 1997 году дефицит сократился до -4,6 млрд долларов при годовом росте прямых инвестиций на 1,3 млрд, и уже в 1998 году за счет расширения экспорта величина внешнеторгового дефицита оценивалась в -2,6 млрд долларов США при росте прямых инвестиций на 2,7 млрд. В 1999 году падение дефицита торгового баланса продолжилось до -2,1 млрд долларов одновременно с внушительным притоком прямых иностранных инвестиций, объем которых за год вырос до рекордного за всю историю страны



Таблица 1

**Чехия**

	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Торговый баланс (млрд долл.)</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,9</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,1</b>
<b>Прямые иностранные инвестиции:</b>					
— поток за год, млрд долл.	2,568	1,435	1,286	2,737	5,091
— привлечение на душу населения, долл.	249	139	125	266	495
— запас на конец года, млрд долл.	4,1	5,5	6,8	9,6	14,6
— всего на душу населения, долл.	397	536	662	929	1425
<b>Индекс потребительских цен (%)</b>	<b>9,1</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>10,7</b>	<b>2,1</b>
<b>Население, млн чел.</b>	<b>10,33</b>	<b>10,32</b>	<b>10,30</b>	<b>10,29</b>	<b>10,28</b>

Источник: рассчитано по данным International Financial Statistics

уровня в 5,1 млрд долларов<sup>1</sup>. Обращает на себя внимание и тот факт, что процесс привлечения иностранных инвестиций и структурных трансформаций экономики Чехии осуществлялся при достаточно низком уровне инфляции, когда индекс потребительских цен снизился за 1995—1999 годы с 9,1 до 2,1% в год.

Такие же благотворные связи внешнеторгового дефицита и прямых инвестиций прослеживались и в экономике Польши, где дефицит торгового баланса также рос вместе с прямыми инвестициями, но более медленными темпами (табл. 2). При этом одновременно отмечен и устойчивый рост ВВП и

промышленной продукции в условиях снижающейся инфляции.

Другая картина наблюдалась в Венгрии, которая среди выделенных стран продвинулась несколько дальше по пути привлечения и использования прямых инвестиций. Здесь дефицит торгового баланса в начале рассматриваемого нами периода незначительно вырос, а затем, при продолжающемся наращивании инвестиций и росте ВВП (на 4,4% в 1997 году), стабилизировался на среднем уровне в 2,2 млрд долларов (табл. 3). При этом привлечение прямых инвестиций в экономику также шло стабильными и высокими с точки зрения масштабов экономики объемами в среднем

по 2 млрд долларов в год при устойчивой тенденции снижения уровня инфляции с 28,3% в 1995 году до 10,3% в 1999 году. Другими словами, рост иностранных инвестиций, начиная с 1996 года, уже не вызывал роста внешнеторгового дефицита, что дает основания говорить о высокой эффективности поглощения иностранного капитала и благотворном воздействии этого процесса на экономику страны.

**Второе состояние** дефицита торгового баланса связано с отсутствием активной инвестиционной направленности импорта. В данном случае привлечение инвестиций осуществляется вяло и в недостаточных объемах и, кроме того, иностранные кредиты в производственной сфере используются неэффективно, не обеспечивая необходимого прироста экспортной выручки. В результате дефицит торгового баланса усугубляется дефицитом платежного баланса, что, в свою очередь, вызывает нарастание проблем платежеспособности государства по внешним долгам, которые рано или поздно необходимо будет или оплатить, или начинать «жить по средствам», смирившись со всеми негативными последствиями вынужденного ограничения экономического роста.

С точки зрения привлечения прямых инвестиций структура и динамика дефицита торгового баланса Беларуси также характеризуется отсутствием инвестиционной направленности, поскольку уровень ежегодного их привлечения как минимум на два порядка меньше, чем у рассмотренных выше стран с переходной экономикой. Так, динамика дефицита белорусского торгового баланса в 1995—1998 годах имела тенденцию падения, в результате чего дефицит вырос на указанном интервале с -0,7 до -1,4 млрд долларов (табл. 4). Затем в 1999 году из-за благоприятной конъюнктуры мировых цен на нефть дефицит сократился, но уже в 2000 году продолжил свой рост в соответствии со стандартами прошлых лет<sup>2</sup>. При этом инфляцион-

Таблица 2

**Польша**

	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Торговый баланс (млрд долл.)</b>	<b>-6,2</b>	<b>-12,6</b>	<b>-16,5</b>	<b>-19,0</b>	<b>...</b>
<b>Прямые иностранные инвестиции:</b>					
— поток за год, млрд долл.	3,659	4,498	4,908	6,365	7,500
— привлечение на душу населения, долл.	95	116	127	165	194
— запас на конец года, млрд долл.	8,3	12,8	17,7	24,1	31,6
— всего на душу населения, долл.	215	332	458	623	817
<b>Индекс потребительских цен (%)</b>	<b>26,8</b>	<b>20,2</b>	<b>15,9</b>	<b>11,7</b>	<b>7,3</b>
<b>Население, млн чел.</b>	<b>38,59</b>	<b>38,62</b>	<b>38,65</b>	<b>38,67</b>	<b>38,65</b>

Источник: рассчитано по данным International Financial Statistics

<sup>1</sup> В эти годы в Чехии ПИИ в возрастающих объемах направляются в сферу малого и среднего бизнеса, который начал преимущественно использовать оборудование second hand из стран Западной Европы для выпуска товаров на внутренний рынок и экспорта в страны третьего мира. Наиболее ярко это проявляется в промышленности, связанной с переработкой сельскохозяйственной продукции, а также в производстве строительных и упаковочных материалов. К настоящему времени зарубежные фирмы поставили в Чехию значительное количество устаревшего (по стандартам западноевропейских стран) оборудования, продлевая срок его эксплуатации в местных условиях, что позволяет получать дополнительную прибыль и одновременно модернизировать собственное производство. Вместе с тем для Чехии это означало постепенный переход на европейские стандарты и условия работы, что, кроме всего прочего, также способствует практической подготовке интеграции Чехии в ЕС.

<sup>2</sup> По предварительным данным Министерства статистики и анализа, дефицит торгового баланса Беларуси в 2000 году составил -1097,1 млн долларов США.

Таблица 3

**Венгрия**

	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Торговый баланс (млрд долл.)</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>
<b>Прямые иностранные инвестиции:</b>					
— поток за год, млрд долл.	4,519	2,274	2,167	2,037	1,951
— привлечение на душу населения, долл.	442	223	213	201	194
— запас на конец года, млрд долл.	11,0	13,2	15,4	17,4	19,4
— всего на душу населения, долл.	1071	1298	1517	1724	1925
<b>Индекс потребительских цен (%)</b>	<b>28,3</b>	<b>23,5</b>	<b>18,3</b>	<b>14,4</b>	<b>10,3</b>
<b>Население, млн чел.</b>	<b>10,23</b>	<b>10,19</b>	<b>10,15</b>	<b>10,11</b>	<b>10,07</b>

Источник: рассчитано по данным International Financial Statistics

ные процессы в нашей экономике в 1999 году набрали невиданную по европейским масштабам мощь, и индекс годовой инфляции достиг 293,7% (по данным International

мая в них внешнеэкономическая политика позволяет иметь достаточно высокий уровень внешнеторгового дефицита, который становится скорее правилом, чем исклю-

Таблица 4

**Беларусь**

	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Торговый баланс (млрд долл.)</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,6</b>
<b>Прямые иностранные инвестиции:</b>					
— поток за год, млрд долл.	0,015	0,073	0,200	0,144	0,225
— привлечение на душу населения, долл.	1	7	20	14	22
— запас на конец года, млрд долл.	0,0	0,1	0,3	0,5	0,7
— всего на душу населения, долл.	4	11	31	45	67
<b>Индекс потребительских цен (%)</b>	<b>709,3</b>	<b>52,7</b>	<b>63,9</b>	<b>72,9</b>	<b>293,7</b>
<b>Население, млн чел.</b>	<b>10,28</b>	<b>10,25</b>	<b>10,22</b>	<b>10,19</b>	<b>10,16</b>

Источник: платежный баланс Национального банка, International Financial Statistics

Financial Statistics) и 397,3% (по данным Министерства статистики и анализа РБ при сравнении периодов). Следует также отметить, что в структуре белорусских инвестиций более половины приходится на единственный инвестиционный проект — строительство газопровода «Ямал—Европа» с участием РАО «Газпром» (табл. 5). А это, в свою очередь, означает, что реально прямые инвестиции из дальнего зарубежья, связанные с вложениями в совместные и иностранные предприятия, представлены в реальном секторе белорусской экономики в еще более скромных объемах.

В целом, как следует из анализа и как показывает опыт экономических преобразований в странах с переходной экономикой, проводи-

чением их экономической жизни. Этот дефицит в случае успешного развития формируется за счет расширения качественного импорта на основе привлечения междуна-

родного капитала в форме прямых и портфельных инвестиций, а также долгосрочных иностранных кредитов, формирующих внешний долг. При этом в начальный период прямые иностранные инвестиции помогают увеличить объем капиталовложений в принимающей стране до более высокого уровня, чем это позволяет уровень внутренних сбережений. Затем расширение привлечения других видов иностранных инвестиций, в том числе с международных рынков частного капитала, помогает успешно двигаться вперед по пути реформ, ускорять экономический рост, устойчиво обслуживать внешний долг и накапливать валютные резервы.

Как показывает статистика, по объемам инвестиций, привлеченных в группу стран с переходной экономикой из бывшего социалистического лагеря за период 1990—1999 годов, на первом месте находится Польша, на долю которой приходится почти треть всех инвестиций, приходящихся на группу из 10 выделенных в таблице стран. Далее идут Венгрия (19,6%), Россия (17,6%) и Чехия (14,8%). Всего на долю четырех из десяти указанных в списке стран приходится 84% от общего объема привлеченных средств.

Если же взвесить кумулятивные объемы прямых инвестиций за этот период с учетом численности населения, то на первом месте окажется Венгрия, которая привлекла на душу населения 1925 долларов прямых инвестиций, затем идет Чехия и с небольшим отрывом Эстония, привлечшие соответственно 1425 и 1392 доллара на душу населения. Далее следуют Латвия, Польша, Литва, которые привлекли прямых инвестиций соответственно на 862, 817 и 561

Таблица 5

**Привлечение прямых иностранных инвестиций в Республику Беларусь (млн долл.)**

	1996	1997	1998	1999
<b>Прямые инвестиции, всего</b>	<b>72,6</b>	<b>200,0</b>	<b>149,2</b>	<b>225,0</b>
в акционерный капитал	19,3	72,8	68,6	50,3
в строительство газопровода «Ямал—Европа»	53,3	119,7	62,4	174,5
(удельный вес в общем объеме инвестиций)	73,4%	59,9%	41,8%	77,6%

Источник: рассчитано по данным Платежного баланса РБ за 1999 год

## Кумулятивный объем привлечения ПИИ в 1990—1999 гг.



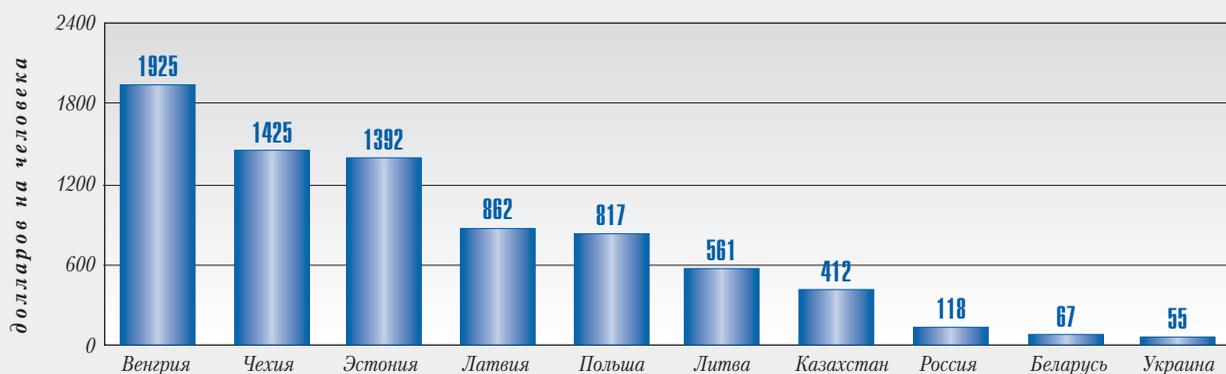
Рис. 1

Таблица 6

	Общий объем ПИИ 1990—1999 гг., млрд долл.	Удельный вес		Общий объем ПИИ 1990—1999 гг., млрд долл.	Население, млн чел.	Объем ПИИ на душу населения
1. Польша	31,578	32,0%	1. Венгрия	19,383	10,07	1925
2. Венгрия	19,383	19,6%	2. Чехия	14,649	10,28	1425
3. Россия	17,424	17,6%	3. Эстония	1,962	1,41	1392
4. Чехия	14,649	14,8%	4. Латвия	2,094	2,43	862
5. Казахстан	6,161	6,2%	5. Польша	31,578	38,65	817
6. Украина	2,809	2,8%	6. Литва	2,053	3,66	561
7. Латвия	2,094	2,1%	7. Казахстан	6,161	14,94	412
8. Литва	2,053	2,1%	8. Россия	17,424	147,20	118
9. Эстония	1,962	2,0%	9. Беларусь	0,684	10,16	67
10. Беларусь	0,684	0,7%	10. Украина	2,809	50,66	55
<b>Всего</b>	<b>98,798</b>	<b>100%</b>	<b>Итого</b>	<b>98,798</b>	<b>289,460</b>	<b>341</b>

Источник: рассчитано по данным International Financial Statistics

## Объем привлечения ПИИ на душу населения в 1990—1999 гг.



Источник: рассчитано по данным International Financial Statistics

Рис. 2

доллар на душу населения. В конце таблицы оказалась тройка славыских стран, из которых больше

всех прямых инвестиций на душу населения за 1990—1999 годы привлекла Россия (118 долларов)

и меньше всех Беларусь и Украина (соответственно 67 и 55 долларов).

Однако, как следует из статистических данных по динамике привлечения прямых инвестиций

свидетельствуют о том, что на долгосрочном интервале безусловные лидеры по объемам привлечения

1999—2000 годах) смогла «сохранить» лишь Беларусь. Это свидетельствует о том, что инфляционная стабилизация белорусской экономики еще только начинается, в отличие от Туркменистана и Грузии, где уже к 1998 году инфляция находилась на достаточно приемлемом уровне (соответственно 13,5 и 3,4% в год).

Таблица 7

**Привлечение прямых инвестиций в экономику Беларуси**

	Объемы, млн долл.					
	9 мес. 1996	9мес. 1997	9мес. 1998	9мес. 1999	9мес. 2000	2000/1999
Прямые инвестиции из дальнего зарубежья	55,9	44,1	63,8	32,4	19,9	61,4%
Прямые инвестиции из РФ (газопровод «Ямал — Европа»)	39,9	75,3	17,0	319,4	41,5	13,0%
<b>Всего</b>	<b>95,8</b>	<b>119,4</b>	<b>80,8</b>	<b>351,8</b>	<b>61,4</b>	<b>17,5%</b>

Источник: рассчитано по Платежному балансу РБ за январь—сентябрь 2000 года

в Беларусь, в 2000 году наблюдается резкое сокращение их притока до самого минимального уровня за последние пять лет<sup>3</sup>. При этом уже ясно, даже с учетом данных по трем кварталам, что позиция Беларуси в общем списке номинантов с учетом результатов 2000 года вплотную приблизится к Украине, где на благоприятном фоне снижения инфляции, уровень которой на протяжении 1995—1999 годов упал с 376,7 до 9,9%, приток прямых инвестиций медленно, но верно и устойчиво набирает силу<sup>4</sup>.

Кроме того, необходимо отметить, что статистические данные

прямых иностранных инвестиций и борьбе с инфляцией также являются общими лидерами по успехам экономических реформ в группе стран с переходной экономикой, некогда входивших в социалистический лагерь. Здесь, как следует из таблицы, результаты Беларуси в борьбе с инфляцией уникальны даже для региона СНГ. Так, в указанном списке три последних места занимают Беларусь, Туркменистан и Грузия, где в период 1990—1998 годов зафиксирована самая большая инфляция. Но самый высокий ее уровень к 1998 году (и, как нам уже известно, далее в

Таблица 9

**Среднегодовые темпы инфляции**

	1990—1998	1998, %
1. Чехия	13,7	11
2. Венгрия	22,0	14,2
3. Польша	26,9	12
4. Латвия	71,1	11,3
5. Эстония	75,4	9,4
6. Литва	111,5	6,6
7. Кыргызстан	157,8	11,5
8. Молдова	173,9	8
9. Россия	230,9	11,6
10. Таджикистан	300,0	49,9
11. Азербайджан	322,3	-8,3
12. Казахстан	330,7	4,9
13. Армения	349,1	11,2
14. Узбекистан	356,7	33,2
15. Украина	440,0	13,2
16. Беларусь	449,9	74,2
17. Туркменистан	663,4	13,5
18. Грузия	709,3	3,4

(Доклад о развитии человека за 2000 год. — Нью-Йорк: ПРООН. 2000. С. 202—204)

Как видим, среди переходных экономик, входивших в состав бывшего социалистического лагеря, Беларусь на пороге нового века предпочитает оставаться аутсайдером по уровню привлечения прямых инвестиций и рекордсменом по уровню инфляции, что говорит прежде всего о достаточно слабых инвестиционных перспективах реального обеспечения конкурентоспособности белорусской продукции на внешних рынках и больших трудностях ведения бизнеса в Беларуси.

Таблица 8

**Украина**

	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Торговый баланс (млрд долл.)</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,5</b>
<b>Прямые иностранные инвестиции:</b>					
— привлечено за год, млрд долл.	0,267	0,521	0,623	0,743	0,496
— привлечение на душу населения, долл.	5	10	12	15	10
— запас на конец периода, млрд долл.	0,426	0,947	1,570	2,313	2,809
— всего ПИИ на душу населения, долл.	8	18	31	46	55
<b>Индекс потребительских цен (%)</b>	<b>376,7</b>	<b>80,3</b>	<b>15,9</b>	<b>...</b>	<b>9,9</b>
<b>Население, млн чел.</b>	<b>51,73</b>	<b>51,33</b>	<b>50,89</b>	<b>50,50</b>	<b>50,66</b>

Источник: рассчитано по данным International Financial Statistics

<sup>3</sup> На дату написания данной статьи (начало 2001 года) статистика Платежного баланса за 2000 год, в том числе данные по объемам привлечения прямых инвестиций, в Беларуси еще не опубликована ввиду объективного запаздывания при сборе и обработке данных (так, например, официально установленный срок подготовки белорусского платежного баланса для публикации — от трех и более месяцев после конца отчетного периода). В связи с этим в таблице приведены данные за три квартала 2000 года.

<sup>4</sup> Так, по данным Министерства экономики Украины, объем привлеченных инвестиций в страну за 1999—2000 годы вырос с 495 до 583 млн долларов (Белорусский банковский бюллетень. 2001. №7. С. 34).



**Алексей  
ТЕРЕЩЕНКО,**

заместитель начальника  
управления по работе  
с Российской Федерацией  
и другими странами СНГ  
Департамента  
внешнеэкономической  
деятельности  
Национального банка  
Республики Беларусь,  
аспирант экономического  
факультета БГУ

## Валютная интеграция с Россией и ее влияние на инфляцию в Республике Беларусь

Беларусь, которые должны последовать вслед за принятием на себя правительством и Национальным банком нашей страны достаточно серьезных обязательств.

Необходимо оговориться, что оформление этих обязательств в виде конкретных мероприятий, сроков их исполнения и закрепление ответственных ведомств еще не завершено. В трехмесячный срок после ратификации парламентами России и Беларуси упомянутых соглашений должен быть разработан план совместных действий по созданию условий для введения единой денежной единицы на 2001—2005 годы. Его утверждение вероятно во II квартале текущего года. Нельзя не отметить, что в средствах массовой информации Республики Беларусь и в выступлениях руководителей министерств и ведомств до сих пор не прозвучало осознание того факта, что подписанные документы **потребуется изменения в ближайшие годы самой парадигмы экономической политики в Республике Беларусь**, а именно ее принципов, механизмов осуществления, критериев оценки результатов.

Для Республики Беларусь в последние годы характерны относительно мягкая денежно-кредитная и бюджетная политика, направленная на стимулирование экономического роста и поддержание уровня занятости выше равновесного ценой высокой инфляции и достаточно быстрых темпов девальвации национальной валюты, высокий уровень перераспределения доходов в экономике через государственный бюджет. Российская Федерация в последнее время

заявляет о приверженности другому пути. Это стабильность национальной валюты и низкая инфляция, способствующие привлечению иностранных инвестиций; ограничение государственного вмешательства в экономику и, в частности, его социальных обязательств; структурные реформы. Различия очень существенны, и при стремлении к реальной интеграции их нельзя игнорировать.

Возможно, причина такой сдержанной публичной реакции объясняется тем, что фактическая реализация многих документов, принятых в рамках Союза Беларуси и России за последние годы, оставляет желать лучшего (и это уже становилось предметом рассмотрения на самом высоком уровне), и нет гарантий, что то же не повторится сейчас. Однако последние документы содержат существенно больше конкретных положений и касаются именно практической реализации денежно-кредитной, налогово-бюджетной и структурной политики.

Одним из важнейших условий введения единой валюты определенно является существенное сближение динамики важнейших макроэкономических показателей Беларуси и России. Это в первую очередь темпы инфляции и роста ВВП, уровень дефицита государственного бюджета, темпы девальвации национальной валюты. Такое сближение является необходимым, хотя и недостаточным условием для того, чтобы введение единой валюты Союзного государства прошло безболезненно для Беларуси и России (в первую очередь, конечно, для Беларуси). Достаточно

Промежуточным итогом длительной работы в области валютной интеграции Беларуси и России стало подписание<sup>1</sup> Межгосударственного соглашения о введении единой денежной единицы и формировании единого эмиссионного центра президентами Республики Беларусь и Российской Федерации и Межправительственного соглашения о мерах по созданию условий по введению единой денежной единицы (далее — Соглашение о мерах) руководителями правительств и центральных банков двух стран. Речь пойдет об одном из важнейших аспектов подписанных документов, а именно — об изменениях в экономической политике и ситуации в Республике

<sup>1</sup> Межгосударственное соглашение о введении единой денежной единицы и формировании единого эмиссионного центра подписано на заседании Высшего государственного совета Союзного государства 30 ноября 2000 года.

указать лишь одну причину этого: если к моменту жесткой фиксации обменных курсов белорусского и российского рубля, предшествующей введению единой валюты, в нашей стране будет сохраняться существенно более высокая инфляция, чем в России, рост реального курса белорусского рубля приведет к катастрофическому снижению конкурентоспособности продукции белорусских предприятий и ухудшению сальдо торгового баланса.

На рис. 1 показана среднемесячная инфляция в Беларуси и России в 1998—2000 годах.

численные постановления, принимавшиеся в последние годы в плане снижения инфляции, трактуя антиинфляционную политику в первую очередь как борьбу с посредниками и предприятиями, которым запрещается повышать отпускные цены более чем на заранее определенную величину вне зависимости от издержек и рентабельности.

Подписав Соглашение о мерах, Республика Беларусь обязалась унифицировать механизмы ценообразования с российскими, в том числе отменить государственное регулирование цен на продукцию отраслей, не являющихся естест-

контроле за предложением денег в экономике. Ограничение роста монетарных агрегатов в этом случае позволяет контролировать инфляцию в основном со стороны спроса. Второй способ — использование обменного курса в качестве так называемого “номинального якоря”. Особенно он подходит в том случае, если существует сильная связь между уровнем обменного курса и инфляцией. Третий метод — контроль за уровнем цен и заработной платы — мы не должны рассматривать по причинам, о которых говорилось выше.

Первый и второй методы стабилизации экономики имеют свои преимущества и недостатки, но речь здесь пойдет не о выборе между ними. В соответствии с Соглашением о мерах Национальный банк Республики Беларусь должен в ближайшие годы проводить политику привязки белорусского рубля к российскому. В совместном заявлении правительства и Национального банка от 27 декабря 2000 года определены параметры привязки белорусского рубля к российскому на I квартал 2001 года: девальвация с темпом 3% в среднем за месяц с возможными отклонениями в пределах 2%. В дальнейшем до конца 2001 года предполагается проводить девальвацию с темпом 2,5—3% ежемесячно. Таким образом, нам предстоит тормозить инфляцию, используя привязку курса к российскому рублю (см. рис. 2).

Такая политика в открытой экономике, сильно зависящей от внешней торговли, может быть весьма эффективной в плане стабилизации цен, но вместе с тем таит в себе множество опасностей. Ведущие мировые экономисты отмечают, что валютный курс является слишком важным инструментом, чтобы использовать его только для борьбы с инфляцией.

В Республике Беларусь сложились не самые благоприятные условия для осуществления какого-либо режима привязки белорусского рубля, даже такого мягкого, как наклонный валютный коридор. Это связано в первую очередь с отрицательным сальдо торгового баланса и недостаточным уровнем золотовалютных резервов.

В ситуации, когда спрос на валюту превышает предложение, Национальный банк для поддержания курса в заданном интервале

### Среднемесячная инфляция в России и Беларуси

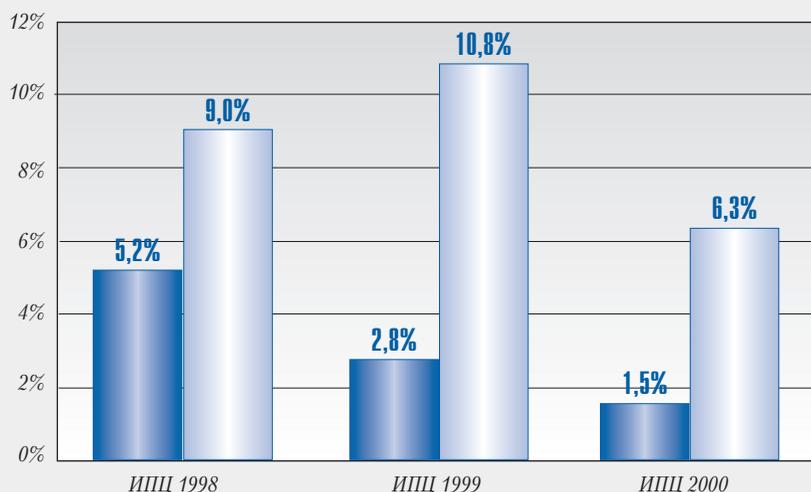


Рис. 1

В Российской Федерации в 2000 году индекс потребительских цен вырос на 20,2%, в Республике Беларусь — на 107,5%, то есть разрыв составляет 87 процентных пунктов. Для относительно безболезненного введения единой валюты с 1 января 2005 года, по расчетам, необходимо снижение инфляции в Беларуси в 2002 году до 25% с отклонением от показателя инфляции в России не более 15 п.п., в 2003 — до 20% с отклонением не более 10 п.п., и в 2004 — до 15% с отклонением до 7 п.п.

В силу значительной инерционности инфляционных процессов можно сделать вывод, что уже к концу 2001 года должен быть достигнут существенный прогресс в плане снижения инфляции, причем рыночными методами. Это важно отметить, поскольку много-

венными монополиями. Борьба с инфляцией как с самостоятельным явлением заведомо обречена на провал, поэтому сам термин “антиинфляционная политика” допустим лишь в определенном контексте, а именно в том случае, когда речь идет о выборе монетарной и валютной политики, ставящей одной из целей снижение инфляции. Тем более нонсенсом является задача обеспечения низкой инфляции на определенном краткосрочном интервале. Наоборот, в 2001 году было бы целесообразно пройти через определенные структурные реформы, которые вызовут увеличение инфляции в течение нескольких месяцев.

Для стран с переходной экономикой выделяют три основных метода устойчивого снижения инфляции. Первый основывается на

### Курс белорусского рубля к российскому рублю

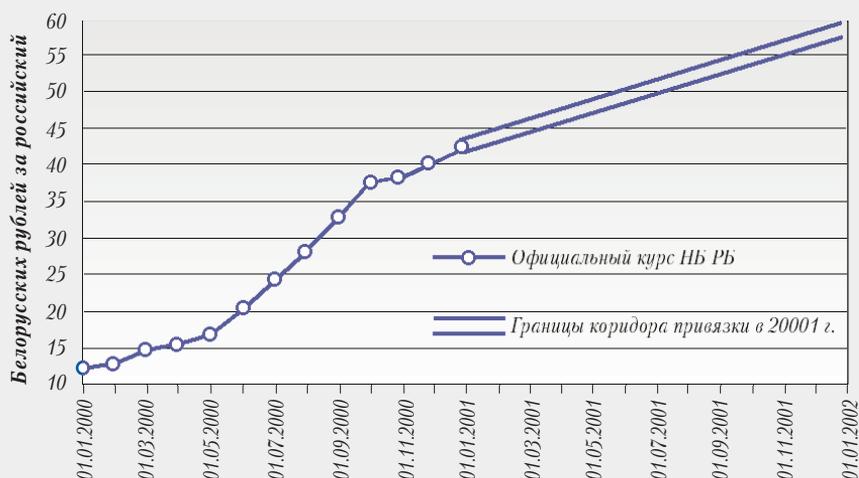


Рис. 2

должен проводить валютные интервенции. Спекулятивная атака на валютном рынке может привести к потере значительной части резервов Нацбанка и невозможности удержания объявленного уровня курса.

Такой вариант нельзя исключить, так как объем золотовалютных резервов, который реально может быть использован для проведения интервенций (с учетом обязательств Нацбанка в иностранной валюте), недостаточен для покрытия рублевой денежной базы по существу в настоящее время курсу. Доверие участников рынка к денежно-кредитной и валютной политике Национального банка Республики Беларусь пока остается низким. Для его повышения нужен длительный период стабильности и соблюдения Нацбанком и правительством своих обязательств, активные PR-акции. В течение всего времени, пока действует режим привязки, необходима ограничительная денежно-кредитная и бюджетная политика.

С учетом ограниченности золотовалютных резервов и возможности внешних заимствований можно сформулировать задачу политики в краткосрочном периоде. Это выбор таких параметров привязки белорусского рубля к российскому и кредитной эмиссии Национального банка, которые позволят осуществлять плановую девальвацию белорусского рубля в рамках объявленного коридора без существенных интервенций на валютном рынке. Данная задача подразумевает

исследование взаимосвязей между курсом белорусского рубля, валютными поступлениями от экспорта, интервенциями Национального банка, уровнем рублевой денежной массы и т.п. на относительно коротких временных интервалах (такое исследование выходит за рамки данной статьи).

В том случае, если выбраны слишком высокие темпы девальвации, режим валютного коридора будет стимулировать инфляцию, вместо того чтобы ее сдерживать. Если же темпы неадекватно низкие, то начинает расти реальный курс белорусского рубля, импорт обгоняет экспорт, и на валютном рынке возникает дисбаланс. Даже если предположить, что с помощью интервенций, монетарных мер по регулированию ликвидности, зарубежных и внутренних инвалютных заимствований, расходуемых на поддержание курсовой политики, удастся до поры до времени сдерживать спекулятивные атаки на курс, ситуация во внешней торговле тем временем будет продолжаться ухудшаться. Более того, продажа валюты и другие меры по ограничению рублевой ликвидности вызовут демонетизацию экономики, ухудшение финансового состояния предприятий, рост неплатежей и т.п.

Здесь нарисована классическая картина развития валютного кризиса. Яркий пример — Россия в августе 1998 года. На протяжении нескольких предшествующих кризису лет в России поддерживался режим валютного коридора,

при котором темпы девальвации уступали темпам инфляции, а реальный курс рубля увеличивался. Результаты общеизвестны.

Нечто подобное наблюдалось в Бразилии в 1997 году, в Турции — в конце 2000 года (безусловно, ситуация во всех перечисленных странах была гораздо сложнее в силу влияния на нее внутренних и мировых фондовых рынков, дефицита государственного бюджета и других факторов).

Для иллюстрации тезиса относительно России приведем динамику реального курса российского рубля (рис. 3).

На этом графике можно увидеть тенденцию устойчивого укрепления реального курса российского рубля в 2000 году. Есть основания ожидать, что в ближайшие годы рост реального курса продолжится. Поэтому следует учитывать, что, привязывая свою валюту к российскому рублю, мы получим рост реального курса белорусского рубля по отношению к валютам третьих стран. Россия может себе это позволить в силу высоких цен на экспортируемые ею энергоносители. В Республике Беларусь ситуация гораздо сложнее.

Для компенсации укрепления реального курса рубля необходимо предпринимать активные действия по повышению конкурентоспособности белорусской экономики. Наиболее важными сейчас представляются проведение структурных реформ в промышленности и сельском хозяйстве, сокращение перекрестного субсидирования, уменьшение налоговой нагрузки на предприятия, обеспечение единых цен на сырье и энергоносители в пределах Союзного государства, то есть для субъектов хозяйствования Беларуси и России. В том случае, если торговый баланс в 2001 году будет ухудшаться, потребуются оперативно скорректировать в сторону увеличения ранее объявленные темпы девальвации по отношению к российскому рублю.

Следует отметить, что с ноября 1999-го по ноябрь 2000 года реальный курс белорусского рубля по отношению к российскому (рассчитанный по среднему между рыночным и официальным) вырос с 48 до 64% относительно уровня 1990 года, или, другими словами, укрепился на 32,8%. Это стало одной из причин существенного роста отрицательного сальдо в торговле Бела-

### Динамика реального эффективного обменного курса российского рубля (уровень 1995=100)

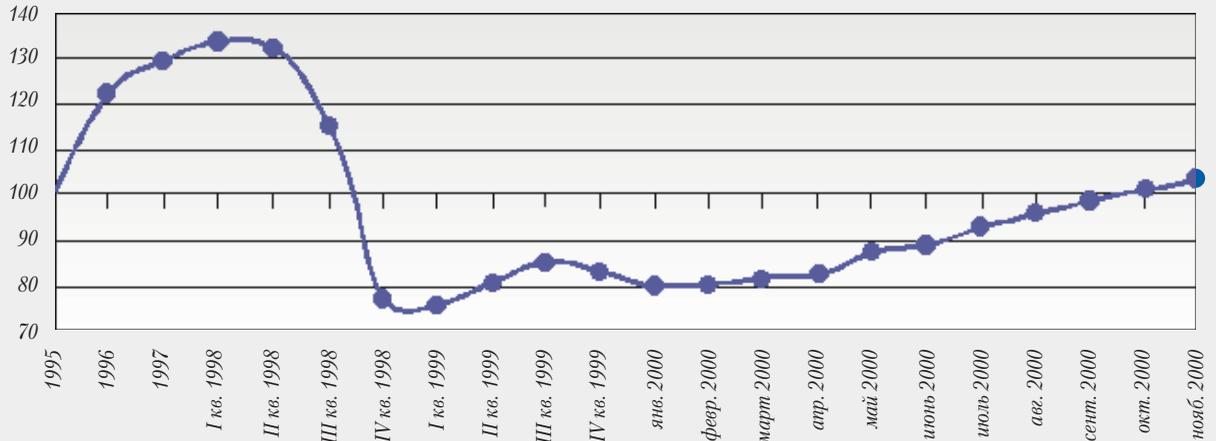


Рис. 3

руси с Россией: с 360 млн долларов в январе—октябре 1999 года до 1488 млн долларов за тот же период 2000 года, или в 4,14 раза (рис. 4).

В заключение необходимо подчеркнуть, что интеграция с Росси-

ей является мощным стимулом реформирования белорусской экономики и проведения мер, направленных на снижение инфляции. Вместе с тем на этом пути есть “подводные камни”, столкновения с которыми необходимо избежать.

Привязка белорусского рубля к российскому, не подкрепленная соответствующими мерами в других аспектах экономической политики, может привести скорее к отрицательным, чем к положительным результатам.

### Динамика реального эффективного обменного курса белорусского рубля (уровень 1990 = 100) к российскому рублю и средневзвешенный к валютам основных торговых партнеров

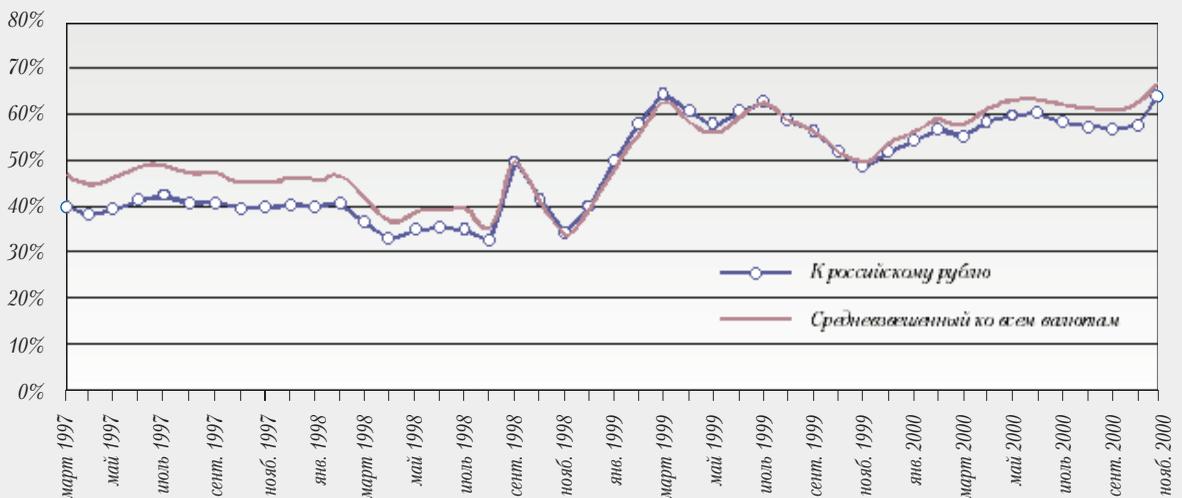


Рис. 4





Михаил ЧЕПИКОВ,

старший преподаватель  
экономического  
факультета БГУ

## Монетарная политика в условиях долларизации

В теории основным результатом замещения валюты при плавающем обменном курсе является более высокая изменчивость обменного курса. Во-первых, могут происходить частые и неожиданные сдвиги в операционном спросе на внутреннюю и иностранную валюту, поскольку обе они служат одной цели. Причины таких сдвигов зачастую не ясны (например, деноминация национальной валюты или введение долларовых банкнот нового образца привели к колебаниям спроса на национальную валюту в странах с переходной экономикой). Во-вторых, спрос на внутренние деньги (то есть внутренний компонент денежных агрегатов) будет более чувствительным к ожидаемым альтернативным издержкам хранения денег. Вдобавок к обычному влиянию процентных ставок внутренний компонент денег также будет подвержен влиянию изменений альтернативных издержек в иностранной валюте. То есть эластичность спроса на внутренние деньги по процентным ставкам при валютном замещении значительно выше. Хотя последствия этого в значительной мере зависят от структуры экономики, важно, что при плавающих курсах обменный курс будет чувствительнее к ожидаемым изменениям предложения внутренних денег и других переменных денежного рынка.

Явными являются преимущества фиксации обменного курса при стабилизации (от гиперинфляции до умеренной инфляции) в экономике с высокой степенью долларизации. Особую важность тут имеет замещение валюты: монетарные шоки доминируют, особенно в результате успешной стабилизации, когда непредсказуемым темпом растет спрос на внутреннюю валюту. Более того, при гиперинфляции иностранная валюта может служить мерой стоимости, а обменный курс — приблизительным показате-

лем уровня цен, что усиливает роль фиксации обменного курса в формировании ожиданий, соответствующих низкоинфляционному равновесию. Стабилизация гиперинфляции в Аргентине (1991) и Хорватии (1994) — прекрасный пример успешного использования обменного курса в качестве якоря для остановки инфляции в условиях сильного замещения валюты.

Долларизация активов не влияет непосредственно на спрос на деньги в узком определении. Однако наличие долларовых депозитов в банках модифицирует монетарную политику. При выборе режима обменного курса важно то, что долларизация активов повышает мобильность капитала, так как потенциально может переключаться с активов, номинированных в долларах внутри страны, на зарубежные, а также между долларовыми депозитами и депозитами во внутренней валюте в национальных банках. Такие активы, с точки зрения сберегателей, являются близкими субститутами, что усиливает взаимосвязь процентных ставок с долларовыми депозитами в “домашней стране”, долларовых ставок за рубежом и процентных ставок в национальной валюте. Все это понижает управляемость монетарной политикой с помощью ставки процента на депозиты в национальной валюте. В таком случае повышается полезность гибких обменных курсов, что противоречит стандартным рекомендациям для случаев валютного замещения.

В принципе можно оценить масштабы валютного замещения по сравнению с замещением активов. Страны с опытом гиперинфляции — наиболее вероятные кандидаты на использование валютного замещения даже при стабильных ценах. В целом же, когда валютное замещение широко распространено, оно оставляет следы в виде значительных объемов обращения

*Явление долларизации препятствует проведению последовательной и независимой монетарной политики. В связи с этим возникает проблема выбора режима монетарной политики или обменного курса и оперативных целей. Встает вопрос: стоит ли использовать активы, деноминированные в долларах? Случаи замещения валюты и замещения активов полезно рассмотреть отдельно, хотя на практике они зачастую сосуществуют. Как правило, замещение валюты сопровождается замещением активов, поскольку естественно держать активы в обращающейся валюте. Замещение активов, напротив, может существовать и без замещения валюты.*

иностранной валюты, доминирования вкладов до востребования среди долларовых депозитов, развитого денежного рынка доллара. Однако в тех случаях, когда обращение долларов нелегально, банковская система не пользуется доверием или недоразвита (как в Индоки-тае), или высока угроза конфискации, иностранная валюта требуется не только для обращения, но и как средство сбережения.

При плавающем обменном курсе или фиксированном с низкой мобильностью капитала долларизация может влиять на выбор оперативной цели монетарной политики. В случае когда деньги контролируются (потому что определяют уровень цен через операционный спрос на деньги), валютное замещение означает, что долларовые денежные активы — это важная часть денег, тогда как при замещении активов они не важны.

Эмпирические исследования очень редко отделяют валютное замещение от замещения активов. Большинство исследователей неявно или явно предполагает отсутствие замещения активов при тестировании валютного замещения. Традиционный подход заключается в выведении валютного замещения из показателей доходности, включаемых в функцию спроса на деньги.

В частности, к обычным факторам спроса на деньги часто добавляют переменную, характеризующую ожидаемое удешевление валюты, и интерпретируют ее как альтернативные издержки держания национальной валюты против иностранной. Вместе с тем, как отмечает Cuddington в своей статье\*, спрос на национальную валюту будет зависеть от удешевления обменного курса даже при отсутствии валютного замещения, по-

скольку темп удешевления влияет на доходность иностранных активов, что является альтернативными издержками национальных денег. Таким образом, чтобы разделить валютное замещение и замещение активов, требуется включить в регрессию спроса на деньги показатель доходности иностранных облигаций и темп удешевления валюты с отрицательным и значимым коэффициентом, чтобы показать наличие валютного замещения. К сожалению, эти величины тесно коррелируют, особенно в странах с валютным замещением, и тогда отдельные эффекты валютного замещения и замещения активов неразличимы.

Более удачным подходом в выявлении валютного замещения является изучение не спроса на деньги, а детерминантов инфляции. Хотя функции спроса на деньги весьма похожи на функции спроса

Таблица 1

**Инфляция в странах с высокой долларизацией** (ИПЦ, % в год)

СТРАНА	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Аргентина	90,1	131,3	343,0	3080,5	2314,7	171,7	24,9	10,6	4,2	3,4
Азербайджан							912,6	1129,7	1664,4	411,7
Беларусь							969,0	1188,0	2220,0	709,0
Боливия	276,3	14,6	16,0	15,2	17,1	21,4	12,1	8,5	7,9	10,2
Камбоджа				55,3	141,8	197,0	75,0	114,5	-0,5	7,8
Коста-Рика	11,8	16,8	20,8	16,5	19,0	28,7	21,8	9,8	13,5	23,2
Хорватия							663,6	1516,0	97,5	1,6
Грузия	2,0	1,3	0,6	2,0	3,3	78,5	887,4	3125,4	15606,5	162,6
Гвинея-Бисау	26,5	119,6	60,3	80,8	33,0	57,6	69,4	48,2	15,2	45,4
Лаос	35,0	6,1	14,8	59,7	35,7	13,4	9,8	6,3	6,8	25,7
Латвия							951,3	109,1	35,9	25,1
Мозамбик	40,5	164,1	58,5	42,1	43,7	33,3	45,1	42,3	63,1	54,4
Никарагуа	681,6	911,9	14315,8	4709,3	3127,5	7755,3	40,5	20,4	7,7	11,2
Перу	77,9	85,8	667,0	3398,7	7481,6	409,5	73,5	48,6	23,7	11,1
Сан Томе и Принсипи	13,9	25,0	44,3	42,9	42,2	46,5	33,7	31,8	48,0	64,5
Таджикистан							1156,7	2194,9	350,4	610,0
Турция	34,6	38,8	73,7	63,3	60,3	66,0	70,1	66,1	106,3	93,6
Уругвай	76,4	63,6	62,2	80,4	112,5	101,8	68,5	54,1	44,7	42,3
Медиана	37,7	51,2	59,4	59,7	43,7	66,0	69,8	51,3	40,3	34,0
Средняя	113,9	131,6	1306,4	895,9	1033,3	690,8	338,0	540,2	1128,6	128,5

Источник: IMF, World Economic Outlook.

\* Journal of International Money and Finances. 1983. Vol. 2. S. 111—133.

на активы, а объясняющие переменные, позволяющие различить их, тесно коррелируют, на цены и объем сделок влияет скорее запас денег, а не активов. Таким образом, правильно будет задаться вопросом, относятся ли иностранные денежные активы к тому денежному агрегату, который лучше других предсказывает инфляцию.

Рассуждая таким образом, Berg, Borensztein и Chen (1997) использовали методологию VAR, чтобы оценить силу зависимости между инфляцией и монетарными переменными, взятыми с лагом, для разных денежных агрегатов Перу. (Аналогичные теоретические исследования провели Estrella, Mishkin (1996), Friedman, Kuttner (1996), Feldstein, Stock (1994)). Они обнаружили, что агрегаты, включающие депозиты в иностранной валюте, улучшают предсказуемость инфляции. Несмотря на то, что широкие агрегаты, включающие только национальную валюту,

срабатывали хуже узких, широкие агрегаты с включением депозитов в иностранной валюте показывали лучшие результаты. Эти исследователи обнаружили, что более широкие агрегаты, включающие зарубежные депозиты, являются наилучшими для прогноза инфляции. Эти результаты свидетельствуют, что агрегаты, включающие долларовые депозиты, являются наилучшими оперативными целями для Перу. Естественно, для Беларуси необходимо провести свое исследование.

Выбор оперативного денежного агрегата в долларизованной экономике является в большой степени эмпирической проблемой, поскольку заранее невозможно определить декомпозицию спроса на деньги. Таким образом, программа стабилизации требует эмпирического исследования проблемы: какой из денежных агрегатов (включая либо исключая активы в иностранной валюте) наиболее тесно свя-

зан с конечной целью, например темпом инфляции? Использование “не того” агрегата ослабляет эффективность программы.

Несомненно, важными проблемами монетарной политики, которые непосредственно связаны с проблемами переходной экономики в условиях долларизации, заслуживающими отдельного рассмотрения, остаются:

- методологии оценки спроса на деньги (ключевой вопрос монетарной стабилизации);
- равновесный обменный курс в переходной экономике и его тренд (необходимое знание для устойчивого успеха стабилизации с фиксированным обменным курсом);
- денежные суррогаты и бартер как возможные последствия кредитного сжатия в результате любой из монетарных программ.

## Книжная полка банковского работника

Окончание. Начало на с.7

**Нисон Стив. Японские свечи: графический анализ финансовых рынков: Современное руководство по древней инвестиционной методике Востока / Пер. с англ. Т.Дозоровой, М.Волкова. — М.: Диаграмма, 1998. — 336 с.**

Данная книга представляет собой подробное руководство по правилам применения уникального и эффективного метода японского технического анализа, получившего в последние годы огромную популярность среди трейдеров и аналитиков во всем мире. Этот метод позволяет анализировать все современные рынки, что наглядно иллюстрируется на сотнях примеров, охватывающих рынки ценных бумаг с фиксированным доходом — акций, фьючерсов, опционов и валют.

В настоящее время “японские свечи” входят в состав всех торгово-аналитических систем, работающих в режиме реального времени, и всех программных пакетов по техническому анализу.

**Демарк Томас Р. Технический анализ — новая наука / Пер. с англ. Т.Дозоровой, А.Дозорова. — М.: Диаграмма, 1999. — 280 с.**

Данная книга написана для читателей с разным уровнем подготовки. Начиная с изложения основ построения линий тренда, автор далее переходит к описанию оригинальных способов усовершенствования известных и широко используемых индикаторов. Научный подход к графическому анализу, описанный в книге, позволит опытному трейдеру пополнить свой аналитический арсенал целым рядом новых инструментов, а для новичка станет прочным фундаментом для дальнейших научных и практических исследований.

“Технический анализ — новая наука” впервые предоставляет широкой аудитории возможность изучить технические секреты одной из наиболее значимых фигур современного финансового мира.

**Мэрфи Джон Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. — М.: Диаграмма, 1998. — 592 с.**

В данной книге подробно и в доступной форме рассматриваются теоретические основы технического анализа и методы его практического применения. Автор, ведущий специалист по техническому анализу с мировым именем, убедительно доказывает необходимость использования технических методов для прогнозирования движения цен и успешных финансовых операций.

Книга является базовым пособием по техническому анализу не только фьючерсов, а также акций и других финансовых инструментов. Она по праву считается “библией технического анализа” и рассчитана как на начинающих игроков, так и на опытных специалистов биржевого дела и внебиржевого рынка.

Обзор книжных новинок подготовила к печати начальник справочно-информационного отдела управления информации Национального банка Республики Беларусь  
Светлана ЗАМЯТИНА



**Павел ШВАЙКО,**

ассистент кафедры  
банковской и финансовой  
экономики  
экономического  
факультета БГУ

*Превышение расходов над доходами приводит к дефициту бюджета, который может покрываться различными способами. Один из способов в странах с переходной экономикой на начальном этапе трансформации — инфляционный налог. Его никто не устанавливает и не взимает. Это потери реальных доходов населения в результате инфляции, поскольку имеющиеся у людей деньги теряют свою стоимость по мере роста цен. Ради восполнения дефицита бюджета правительство печатает деньги. Затем оказывается, что инфляционный налог в точности равняется этому дефициту. От такой формы налогообложения ускользнуть трудно. Даже самое слабое правительство может его воспользоваться, когда ни на что другое оно уже не способно. Однако возможности реального сбора денег таким путем не беспредельны: на определенном этапе ускоренная инфляция начинает «съедать» и доходы от инфляционного налога. Требуется снова и снова увеличивать денежную базу. Это ведет к гиперинфляции с ее разрушительными последствиями.*

## Инфляция, дефицит бюджета и рынок ГЦБ

Существуют и более цивилизованные методы покрытия дефицита бюджета — денежная эмиссия (в форме прямых кредитов центрального банка) и заимствования на внутреннем и внешнем рынках.

В соответствии с законом Республики Беларусь о бюджете на 2001 год предельная величина дефицита государственного бюджета планируется в размере 248 млрд рублей (1,5% от ВВП). На его финансирование будут привлекаться в основном внутренние источники: кредиты Национального банка должны составить 162 млрд рублей (1% от ВВП), 60 млрд рублей планируется покрыть за счет чистой выручки от размещения ГКО, а остальную сумму — за счет внешних займов.

Первоначально участие Национального банка в финансировании дефицита бюджета, а также в кредитовании кассовых разрывов в национальной валюте не предусматривалось. Финансирование дефицита республиканского бюджета предполагалось осуществлять за счет иностранных активов органов денежно-кредитного регулирования в объеме 117 млн USD (162 млрд рублей при среднем курсе 1512 рублей за один доллар). Позже возникло три сценария решения данного вопроса, в соответствии с которыми доля финансирования дефицита бюджета за счет средств национальной валюты варьировалась от 81 до 131 млрд рублей, а остальная часть должна была покрываться долларами США.

Так или иначе основным ресурсом покрытия реального дефицита является денежная эмиссия. Поэтому следует учесть российский опыт, когда при наличии нескольких сценариев решения состава кредитов политика Банка России в итоге была предельно простой: он эмитирует рубли, покупает валюту, кредитует ею Минфин для вы-

платы долга, а затем «монетарные власти» пытаются «связать» избыточную рублевую массу с помощью ГКО, депозитов и повышения нормативов обязательного резервирования.

В этой связи важную роль играет выпуск ГКО, который позволяет, с одной стороны, отвлечь свободные рублевые средства с валютного рынка, а с другой — ослабляет нагрузку на центральный банк в плане помощи Минфину. Несомненно, использование заимствований на рынке ценных бумаг в финансировании дефицита приводит к росту внутреннего государственного долга, который можно покрыть как за счет денежной эмиссии, так и путем увеличения емкости рынка ГКО. Таким образом создается дополнительное давление на потребность в эмиссии ГКО для поддержания системы рефинансирования. Но ведь денежная эмиссия — это тоже государственный долг, только бессрочный и беспроцентный. Поэтому эмиссионное финансирование дефицита чревато разного рода неприятностями. Единственный способ, известный в мировой практике, позволяющий их избежать, — заменить бессрочный и беспроцентный долг срочным процентным долгом. Иначе говоря, финансировать дефицит за счет эмиссии государственных облигаций. Тогда исчезают все негативные стороны, связанные с функционированием эмиссионного хозяйства. Курс доллара стабилизируется, рост цен замедляется, а это дает возможность центральному банку проводить эмиссию на здоровой основе — только за счет покупки валюты и драгметаллов.

Рассмотрим зависимость доли ГКО в финансировании дефицита бюджета и инфляции в разрезе последних лет (см. рис. 1).

Рис. 1 свидетельствует о нелинейной обратно пропорциональной

### Динамика инфляции и доли финансирования дефицита бюджета за счет ГЦБ, %

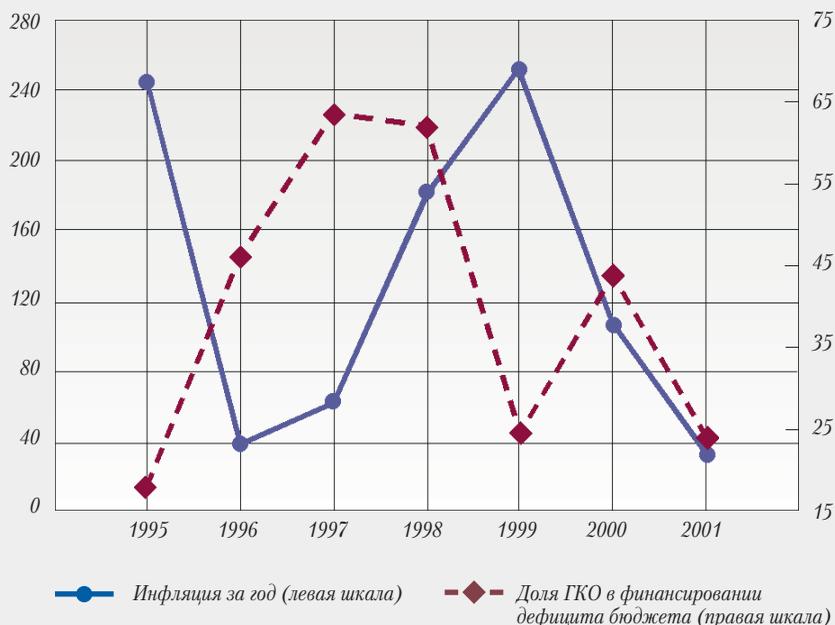


Рис. 1

зависимости инфляции и доли финансирования дефицита бюджета за счет ГКО. Таким образом, теоретически, если дефицит бюджета финансируется только за счет ГКО, инфляции не должно быть. Поэтому эмиссия ГКО считается неинфляционным источником финансирования бюджетного дефицита. В целях качественной и количественной оценки влияния эмиссии гособлигаций на инфляцию рассмотрим ситуацию, в которой покрытие дефицита бюджета происходит без использования ГЦБ, и, предположим, что в этом случае денежная база расширится как раз на величину финансирования дефицита бюджета за счет ГЦБ (см. таблицу 1).

Расширение денежной базы приводит к мультипликативному росту МЗ (см. таблицу 2).

Зная эластичность<sup>1</sup> изменения инфляции по изменению рублевой денежной массы, можно рассчитать, на сколько процентов возрастет (или уменьшится) инфляция

<sup>1</sup> Эластичность изменения инфляции по изменению рублевой денежной массы определяется как отношение прироста индекса потребительских цен к приросту рублевой денежной массы за соответствующий временной отрезок.

при увеличении (или сокращении) рублевой денежной массы.

Рассчитав прирост по МЗ\* и умножив столбец МЗ\* таблицы 2 на столбец Эластичность ИПЦ по МЗ таблицы 3, получим величину инфляции (ИПЦ\*) в случае отсутствия финансирования дефицита бюджета за счет ГЦБ (см. таблицу 4).

ГЦБ, как мы видим, обладают большим антиинфляционным потенциалом.

Рассмотрим еще один важный аспект, связанный с ГЦБ и влияющий на инфляционные процессы. Он заключается в том, что характер воздействия покупки ГЦБ на денежную базу зависит от способа их оплаты. Если коммерческий банк покупает ГЦБ на первичном рынке за счет своих свободных денежных средств, то, с одной стороны, происходит рост активов данного коммерческого банка в части увеличения требований к правительству и, соответственно, сокращение денежной базы, а с другой стороны, — рост депозитов правительства и их дальнейшее расходование, что восстанавливает резер-

Таблица 1

#### Прирост денежной базы за счет отсутствия эмиссии ГЦБ

	Денежная база, млрд руб.	Объем финансирования дефицита бюджета за счет ГЦБ, млрд руб.	Денежная база*, млрд руб.
1996	12,16	1,69	13,85
1997	25,24	4,65	29,89
1998	66,38	10,96	77,34
1999	184,82	20,97	205,79
2000	431,02	19,37	450,39

Денежная база\* — размер денежной базы в случае отсутствия покрытия дефицита бюджета за счет ГЦБ

Таблица 2

#### Мультипликативный рост МЗ

	МЗ, млрд руб.	Денежная база*, млрд руб.	Мультипликатор МЗ / Денежная база	МЗ*, млрд руб.
1996	20,73	13,85	1,7044	23,60
1997	42,03	29,89	1,6651	49,76
1998	96,50	77,34	1,4537	112,43
1999	284,73	205,79	1,5406	317,04
2000	666,39	450,39	1,5461	696,34

МЗ\* — размер рублевой денежной массы в случае отсутствия покрытия дефицита бюджета за счет ГЦБ.

Таблица 3

**Расчет коэффициента эластичности между МЗ и инфляцией**

	МЗ, млрд руб.	Прирост МЗ за год, %	Прирост ИПЦ за год, %	Эластичность ИПЦ по МЗ
1996	20,73	66,76	41,0	0,61
1997	42,03	102,78	63,1	0,61
1998	96,50	129,61	181,7	1,4
1999	284,73	195,07	251,2	1,29
2000	666,39	134,04	107,5	0,8

Таблица 4

**Оценка размеров инфляции в случае отсутствия финансирования дефицита бюджета за счет ГЦБ**

	Прирост МЗ* за год, %	ИПЦ*, %	ИПЦ, %	$\Delta = \text{ИПЦ}^* - \text{ИПЦ}$ , %
1996	89,87	55,20	41,0	14,20
1997	140,10	86,01	63,1	22,91
1998	167,52	234,85	181,7	53,15
1999	228,55	294,31	251,2	43,11
2000	144,56	115,60	107,5	8,10

вы банковской системы. В результате денежная база и рублевая денежная масса остаются без изменений.

В том случае, когда ГЦБ покупает Национальный банк, это приводит, с одной стороны, к росту активов Нацбанка в части требований к правительству, а с другой стороны, — к увеличению пассивов Национального банка в части роста депозитов правительства. Правительство, в свою очередь, расходует эти депозиты на собственные нужды, в частности на кредитование субъектов хозяйствования через коммерческие банки. В результате при использовании этих депозитов происходит расширение денежной базы на их величину, которое приводит к мультипликативному росту рублевой денежной массы и, соответственно, к увеличению инфляции. При погашении ГЦБ денежная база уменьшается на соответствующую величину в части требований банка к правительству.

Таким образом, чем меньше портфель ГЦБ Национального банка, тем меньше уровень инфляции. Оценим воздействие размера портфеля ГЦБ Национального банка на

инфляцию с количественной стороны. Размер портфеля ГЦБ в Национальном банке определяет величину расширения денежной базы. Денежная база через мультипликатор МЗ/Денежная база влияет на размер рублевой денежной массы. Поэтому, умножив значение среднегодового портфеля ГЦБ в Национальном банке на мультипликатор МЗ/Денежная база, получим прирост МЗ за счет среднегодового портфеля ГЦБ в Национальном банке. Далее найдем долю (МЗ\*\*) прироста МЗ за счет среднегодового портфеля ГЦБ в Национальном банке в общем годовом приросте МЗ путем деления первого показателя на второй (см. таблицу 5).

Умножив эластичность ИПЦ/МЗ на прирост МЗ\*\*, получим прирост инфляции за счет портфеля ГЦБ в Национальном банке и определим годовую инфляцию в случае нулевого портфеля ГЦБ в Национальном банке (см. таблицу 6).

Следует отметить целенаправленную политику Национального банка на уменьшение удельного веса его портфеля ГЦБ относительно общего портфеля ГЦБ коммерчес-

Таблица 5

**Определение прироста МЗ за счет среднегодового портфеля ГЦБ в НБ в общем годовом приросте МЗ**

	Среднегодовой портфель ГЦБ в НБ, млрд руб.	Прирост МЗ за счет портфеля ГЦБ в НБ, млрд руб.	Общий прирост МЗ, млрд руб.	Прирост МЗ**, %
1996	1,93	3,29	8,30	39,71
1997	2,21	3,68	21,30	17,29
1998	5,22	7,59	54,47	13,93
1999	4,15	6,40	188,24	3,40
2000	6,32	9,73	381,66	2,56

Таблица 6

**Влияние размера портфеля ГЦБ Национального банка на инфляцию**

	Прирост ИПЦ за счет портфеля ГЦБ в НБ, %	ИПЦ при нулевом портфеле ГЦБ в НБ, %	ИПЦ, %
1996	24,39	16,61	41,00
1997	10,61	52,49	63,10
1998	19,53	162,17	181,70
1999	4,38	246,82	251,20
2000	2,05	105,45	107,50

ких банков, что соответствующим образом отражается на снижении уровня инфляции. Мировая практика показывает, что портфель ГЦБ любого центрального банка не должен быть нулевым, поскольку он, как правило, используется для рефинансирования банков на вторичном рынке.

Итоговая динамика воздействия эмиссии ГЦБ на инфляцию представлена на рис. 2.

Гособлигации приобретают все большее макроэкономическое значение. В этой связи необходимо дальнейшее развитие и совершенствование рынка ГКО как с качественной, так и с количественной стороны.

На первый взгляд представляется, что полная замена использования кредитов в финансировании дефицита бюджетом эмиссией ГЦБ — лучшее решение. Однако вопрос о целесообразности массивной эмиссии государственных облигаций на белорусском рынке является спорным. В условиях слабой привлекательности прямых инвестиций в производственную сферу перераспределение средств через бюджет может быть альтернативой прямому проектному финансированию. С другой стороны, сохранение высокой доли средств, перераспределяемых через бюджет, способствует консервации застойных явлений в производстве и нарастанию иждивенческих настроений у товаропроизводителей.

Рынок ГКО предоставляет инвесторам наиболее привлекательные условия вложений, высочайшую ликвидность и полное отсутствие кредитных рисков. Ликвидность рынка обеспечена как относительно большим объемом находящихся в обращении облигаций, так и диверсификацией инструментов по срокам до погашения. Последнее обстоятельство позволяет операторам рынка ГКО постоянно переструктурировать свой портфель в пользу наиболее прибыльных бумаг. В этой связи разработка стратегии поведения на рынке ГКО является важнейшей задачей для инвестора, поскольку деньги, вложенные в ГКО, должны работать и желательно с максимальной доходностью. В качестве одного из методов оценки ситуации на рынке ГКО можно воспользоваться индексом инвестиционной привлекательности гособлигаций, который выступает в роли общей характеристики

Динамика воздействия эмиссии ГЦБ на инфляцию, %

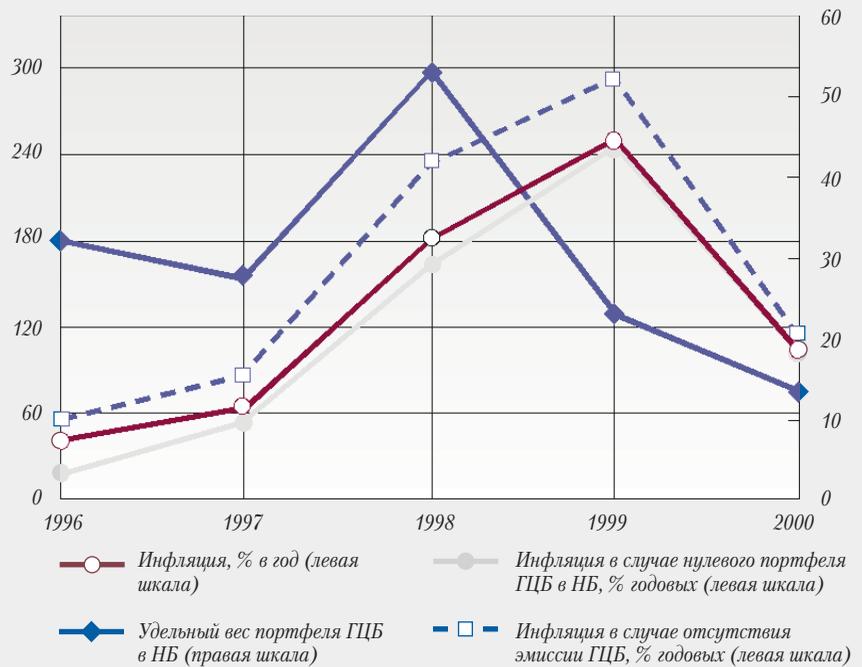


Рис. 2

доходности инвестиций в ГКО, то есть как показатель эффективности рынка.

В основе методики построения индекса лежит алгоритм взвешенного среднего геометрического. Объектом усреднения служат ежедневно определяемые отношения цен облигаций из некоторого гипотетического портфеля ГКО на текущий день к ценам ближайших предыдущих торгов. Этот портфель нельзя назвать ни консервативным, ни агрессивным — он имеет такую структуру, какой на данный день обладает весь рынок, то есть состоит из бумаг всех обращающихся на данный момент выпусков, а доля ГКО каждой серии в портфеле соответствует доле фактически размещенных бумаг этого выпуска в общем денежном объеме рынка. Исходя из вышесказанного, формулу для расчета текущего значения индекса можно записать в следующем виде:

$$I_t = I_{t-1} \prod_{i=1}^N (P_{i,t} / P_{i,t-m})^{\lambda_{i,t}}$$

$$\lambda_{i,t} = \frac{P_{i,t} V_t}{\sum_{i=1}^N P_{i,t} V_t}, \quad 0 \leq \lambda_{i,t} \leq 1$$

$I_t$  — значение индекса на текущую дату,  $I_{t-1}$  — значение индекса на предыдущий день,  $P_{i,t}$  — средневзвешенная цена каждого обращающегося выпуска,  $V$  — объем эмиссии по номиналу,  $\lambda_{i,t}$  — весовые коэффициенты,  $i$  — номер выпуска,  $t$  — день,  $m$  — день ближайших торгов по выпуску  $i$  ко дню  $t$  (например, если это предыдущий день, то  $m=1$ , если торги по данному выпуску были три дня назад, то  $m=3$ , если проводятся первые вторичные торги по выпуску, то берется средневзвешенная цена ближайшего аукциона первичного размещения этого выпуска),  $N$  — количество выпусков, по которым проводятся вторичные торги в течение одного дня.

В начальный момент времени индекс равен единице. В каждый следующий момент значение индекса представляет собой обобщенный коэффициент прироста стоимости гипотетического портфеля.

Значения весовых коэффициентов будут меняться каждый день, поэтому доля каждого выпуска в составе гипотетического портфеля также варьируется. В качестве коэффициентов веса можно было бы использовать и ежемесячные объемы выпусков в номинальном выра-

жении, однако денежный подход более корректен, так как он позволяет оценить объем живых денег, вложенных в бумаги. Кроме того, учитывая процедуры новых эмиссий и погашений, нельзя не отметить, что в случае учета эмиссий в номинальном выражении изменение весов происходит более скачкообразно, а это негативно сказывается на гладкости динамики индекса.

Индекс инвестиционной привлекательности ГКО может служить апостериорной оценкой эффективности инвестиций в государственные облигации. Для этого с помощью индекса можно рассчитать доходность, которую бы принес гипотетический портфель инвестору, вложившему деньги на неопределенный срок.

Кроме того, необходимость иметь подобный индикатор обуславливается и следующей причиной. Часто в банки, являющиеся дилерами по операциям с ГКО, обращаются клиенты, готовые предоставлять свои средства дилеру для вложения в гособлигации. При этом дилер берет на себя обязательство управлять портфелем клиента с целью оптимизации прибыли. В договоре клиенту, как правило, гарантируется определенный уровень доходности вложений и отдельно регламентируется порядок распределения прибыли, полученной сверх гарантированного уровня.

Рынок ГКО является недостаточно предсказуемым, поэтому обе стороны, заключающие договор, принимают на себя определенный риск. В случае если доходность опе-

раций с ГКО повысится за время действия договора, инвестор рискует недополученной прибылью. Дилер же может не обеспечить гарантированный уровень доходности и понести прямые убытки. В этой ситуации может пригодиться индекс инвестиционной привлекательности ГКО. Если и дилер, и его клиент будут четко знать, какую прибыль обеспечивал рынок в течение определенного временного отрезка, что как раз и позволяет сделать данный индекс, то это поможет решить проблему определения первоначального гарантированного уровня процента при трастовых договорах. Сравнив уровень доходности, рассчитанный с помощью индекса, и реальную эффективность операций дилера за время действия договора, можно на объективной основе решать вопросы распределения сверхприбыли, если таковая имеется.

Фактически индекс эффективности инвестиций в ГКО — это не что иное, как множитель приращенной первоначальной суммы, инвестированной в государственные облигации в какой-либо момент времени. Поэтому доходность вложений за определенный период можно рассчитать с помощью следующей формулы:

$$Y = \left( \frac{I_1}{I_0} - 1 \right) \cdot \frac{365}{t} \cdot 100\%,$$

где  $Y$  — доходность вложений в ГКО (в % годовых),  $I_0$  — значение индекса на момент начала периода инвестиций,  $I_1$  — значение индекса на момент окончания периода инвестиций,  $t$  — продолжитель-

ность периода инвестиций в днях.

Применяя данное выражение, можно определить доходность инвестиций в ГКО за любой срок, независимо от даты начала и окончания периода инвестиций. Дилер в любой момент может проверить, насколько эффективны его операции на рынке. Клиент же на основании расчета может судить о квалификации доверительного управляющего и принимать решения о целесообразности дальнейшей работы с конкретными дилерами.

Актуальность предлагаемого индекса в том, что это показатель, обобщающий динамику рынка ГКО. Индекс инвестиционной привлекательности ГКО хотя и отражает уже прошедшие события, позволяет инвестору, изучая динамику индекса, делать выводы о текущем состоянии рынка. В соответствии с этими выводами разрабатывается оптимальная тактика инвестиций или принимается решение о выводе денежных ресурсов с рынка ГКО. Это особенно важно для активно работающих участников рынка, которые осуществляют весь спектр операций, а не только покупают облигации с целью дальнейшего их погашения. В этой связи индекс инвестиционной привлекательности окажется полезным не только дилерам и их клиентам, заключающим соглашения о трастовом управлении, но и всем, кто так или иначе причастен к событиям, происходящим на белорусском финансовом рынке. Динамика индекса инвестиционной привлекательности отражена на рис. 3.

**Динамика индекса инвестиционной привлекательности ГКО за период с 1 сентября по 15 декабря 2000 года**



Рис. 3



Динамика индекса полностью отражает изменения конъюнктуры рынка ГКО, происходившие с начала сентября до середины декабря 2000 года. За весь рассматриваемый период динамика индекса характеризовалась почти линейным трендом.

В то же время хорошо заметны локальные провалы, связанные с

оттоком средств на валютный рынок и на рынок МБК (см. рис. 4).

Из рис. 4 видно, что в течение первых месяцев уровень средневзвешенной доходности гособлигаций возрастал. Как следствие, активность инвесторов была высокой. В марте ситуация изменилась. Доходность ГКО начала снижаться, хотя в реальном выражении

она оставалась выше значения, определяемого инфляционными ожиданиями участников рынка, а вложения в ГКО стали менее эффективными, чем операции на кредитном рынке. Таким образом, индекс инвестиционной привлекательности ГКО достаточно точно отражает текущие тенденции рынка государственных облигаций.

## Динамика инфляции и процентных ставок финансового рынка РФ, %

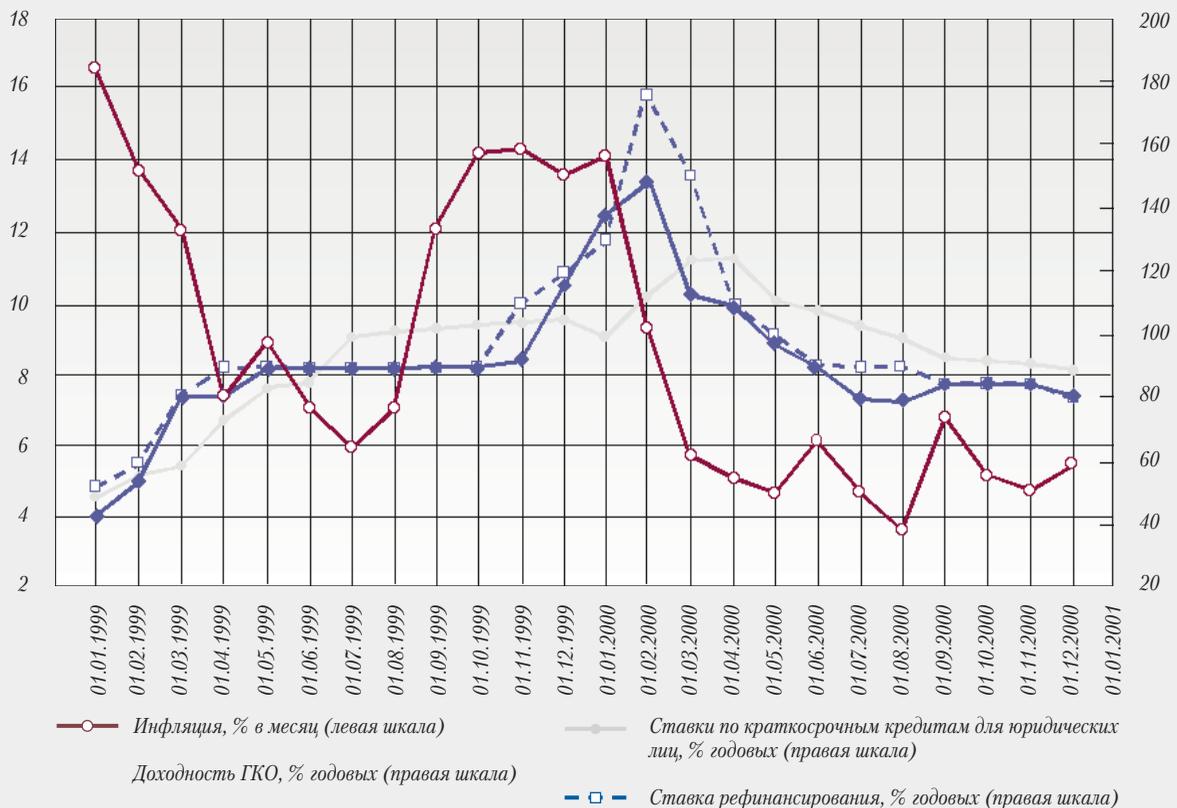


Рис. 4

# Дагжест - 2001

## Золотой стандарт возвращается?

В условиях угрозы всеобщего кризиса, готового разразиться из-за краха американского экономического чуда, многие правительства и центральные банки ищут пути и способы создания безопасных барьеров от финансовых потрясений.

Так, например, о своем намерении выпустить золотой юань недавно сообщили высокопоставлен-

ные финансисты Китая. Реакцией на эту меру уже стали заявления некоторых центробанков Юго-Восточной Азии о готовности перейти на резервирование средств в такой "самой надежной валюте".

Нечто подобное недавно предлагалось сделать в России, где всерьез обсуждался вопрос возвращения практики так называемого "золотого стандарта", что вводился там с 1897 по 1914, а затем с 1924 по 1928 год. Правда, на

этот раз дальше громких дебатов дело не пошло (гром, ведь, пока не грянул).

Против таких мер весьма резко выступает Международный валютный фонд. Дело в том, что введение золотой наличности, равно как и установление золотого стандарта, автоматически делает стабильной любую национальную валюту, а в таких случаях почти все мировые финансовые надстройки (типа МВФ) становятся ненужными.



Геннадий БАРЗДОВ,

начальник отдела размещения и обслуживания эмиссий государственных ценных бумаг Департамента ценных бумаг Национального банка Республики Беларусь



Сергей ИЛЮКЕВИЧ,

ведущий экономист аналитического отдела Департамента ценных бумаг Национального банка Республики Беларусь

## Облигации как источник дополнительного финансирования государственных программ

### Ценные бумаги Республики Беларусь для физических лиц

История белорусских займов начинается с постановления Совета Министров БССР от 18 января 1990 года № 14 “О выпуске и порядке распространения Белорусского республиканского внутреннего 5-процентного займа 1990 года”. Вышеназванное постановление утверждало следующие условия выпуска ценных бумаг:

- ценные бумаги выпускались на бланках установленной формы;

- заем выпускался для размещения на добровольных началах среди государственных, кооперативных и других общественных предприятий и организаций и кредитных учреждений;

- заем выпускался на 16 лет — с 1 января 1990 года по 1 января 2006 года в облигациях достоинством 50000, 25000, 10000 рублей, а также отдельными разрядами по 50 млн рублей в каждом. Каждый разряд состоял из 100 облигаций достоинством 50 тысяч рублей, 1000 облигаций достоинством 25 тысяч рублей и 2000 облигаций достоинством 10 тысяч рублей;

- доход по облигациям займа выплачивался учреждениями банков в безналичном порядке по купонам облигаций один раз в год в размере 5 процентов нарицательной стоимости облигации;

- облигации займа выкупались учреждениями банков с 1 января 1996 года в течение 10 лет равными частями ежегодно;

- облигации займа, подлежащие выкупу учреждениями банков в 1996—2005 годах, определялись ежегодными тиражами погашения, которые должны были прово-

диться в декабре каждого года, начиная с 1995 года. Облигации, не вошедшие в тиражи погашения, выкупаются с 1 января 2006 года;

- при реализации облигаций займа взималась курсовая разница, размер которой зависит от времени приобретения облигаций в течение года и определялся Министерством финансов Республики Беларусь по согласованию с Белорусским республиканским банком Госбанка СССР;

- владельцы облигаций займа могли через учреждения банков продать их другим государственным, кооперативным и иным общественным предприятиям и организациям, а также кредитным учреждениям.

В 1995 году в связи с изменившейся экономической ситуацией Кабинет Министров Республики Беларусь принял решение<sup>1</sup> о проведении с 01.07.1995 по 01.09.1995 досрочного выкупа облигаций Белорусского республиканского внутреннего 5-процентного займа 1990 года.

В 1993 году в Республике Беларусь был проведен первый выигрышный заем муниципальных долговых обязательств (облигаций). Эмитентом облигаций выступил Мингорисполком. Владельцами облигаций были физические лица (граждане Республики Беларусь, являющиеся жителями Минска). Облигации были выпущены на сумму один миллиард рублей со сроком обращения 6 месяцев, эмиссия была осуществлена на безбумажной основе. Облигации выпускались в целях при-

Продолжение.  
Начало в № 4, 7 (2001)

<sup>1</sup> Постановление от 18 апреля 1995 года № 207 “О выкупе облигаций Белорусского республиканского внутреннего 5-процентного займа 1990 года”.

влечения денежных средств населения для финансирования жилищного строительства.

Национальный банк скупил облигации Мингорисполкома и осуществлял их перепродажу на вторичном рынке, где было продано облигаций на сумму 18 млн рублей. В сентябре 1993 года городской заем был погашен, доходность по нему составила 30% годовых. Всем владельцам облигаций эмитент предложил без очереди купить квартиры в Минске. В условиях высокой инфляции, при слабой рекламной кампании, а также учитывая, что это были первые поиски альтернативных источников финансирования, результаты займа можно признать удовлетворительными.

Министерство финансов Республики Беларусь совместно с Национальным банком целенаправленно работало над созданием инструментов по привлечению денежных средств населения для финансирования народнохозяйственных программ. Постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 22 декабря 1993 года № 859 утверждены Условия первого выпуска государственных краткосрочных облигаций Республики Беларусь. Они определяли общий порядок выпуска, обращения и погашения государственных краткосрочных облигаций на территории Республики Беларусь, четко не оговаривали, что владельцами их могут быть физические лица. Поэтому постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 23 мая 1994 года № 371 были утверждены Основные условия выпуска государственных краткосрочных облигаций Республики Беларусь. Они и определили общий порядок выпуска, обращения и погашения государственных краткосрочных облигаций на территории Республики Беларусь со второго выпуска. Облигации выпускались сроком до одного года в виде записей по счетам с целью привлечения временно свободных средств юридических и физических лиц, в том числе иностранных, для возмещения дефицита республиканского бюджета.

В 1995 году решением Правления Национального банка Республики Беларусь (протокол № 5 от

23.03.1995) были утверждены Правила размещения, обращения и погашения ценных бумаг Национального банка. Ценные бумаги Национального банка выпускались на краткосрочный период для реализации денежно-кредитной политики. Правила определяли порядок размещения, обращения и погашения ценных бумаг, круг владельцев (юридических и физических лиц) облигаций.

В 1996 году рынок государственных краткосрочных облигаций набрал обороты. Спрос на государственные краткосрочные облигации постоянно повышался. Инвесторы убедились, что Правительство своевременно погашает взятые на себя обязательства, и облигации позволяют сохранить денежные средства от инфляции. Поэтому в целях увеличения сроков заимствования и уменьшения стоимости обслуживания государственного долга Министерство финансов Республики Беларусь решило выпустить на рынок новый инструмент заимствования — государственные долгосрочные облигации с купонным доходом. Постановлением Кабинета Министров Республики Беларусь от 09.08.1996 № 526 утверждены Основные условия выпуска, обращения и погашения государственных долгосрочных облигаций с купонным доходом. Облигации имели более долгий срок обращения, чем государственные краткосрочные облигации (до 3-х лет). Купонный доход рассчитывался каждые три месяца, исходя из средневзвешенной доходности государственных краткосрочных облигаций, выпущенных за этот период. Владельцами облигаций также могли быть и физические лица.

С позиции сегодняшнего дня достаточно сложно точно сказать, какой объем денежных средств физических лиц участвовал в финансировании дефицита республиканского бюджета или реализации денежно-кредитной политики, но в связи с начавшимися процессами введения различных ограничений на валютном рынке круг владельцев облигаций был сужен до юридических лиц<sup>2</sup>.

Еще одним важным этапом на пути создания новых инструментов для физических лиц в Респуб-

лике Беларусь, восстановления доверия к государственным ценным бумагам, обеспечения защиты частных инвесторов и вкладчиков со стороны государства был подписанный Президентом Республики Беларусь Указ от 21.04.1998 № 229 “О компенсации обесценения вкладов и облигаций целевого беспроцентного займа 1990 года на приобретение товаров длительного пользования (ценных бумаг)”. Вышеуказанным Указом предусматривалось, что:

— право на компенсацию обесценения вкладов в Сберегательном банке Республики Беларусь и облигаций целевого беспроцентного займа 1990 года на приобретение товаров длительного пользования (ценных бумаг) предоставляется всем вкладчикам Сберегательного банка Республики Беларусь (их наследникам), имеющим в период с 1 января 1992 года до 1 января 1995 года соответствующие вклады (за исключением вкладов, хранившихся менее трех месяцев, выигранных вкладов, вкладов на объединенных и компенсационных счетах), и владельцам указанных ценных бумаг, приобретенных в учреждении Сберегательного банка Республики Беларусь. Наличие таких вкладов и ценных бумаг устанавливается на основании данных об их учете в ОАО “Сберегательный банк “Беларусбанк”;

— компенсация обесценения вкладов и облигаций выплачивается в 1998—2007 годах. Она рассчитывается с учетом роста до 1 января 1996 года индекса потребительских цен, ранее начисленных по сбережениям доходов, произведенных компенсационных выплат и других льгот, предоставленных государством. На сумму, подлежащую возмещению, вкладчикам и владельцам ценных бумаг (их наследникам) выдаются сертификаты государственных компенсационных облигаций, которые в последующем выкупаются (погашаются) за счет средств специального государственного фонда компенсации сбережений населения.

Так как период учреждения коммерческих банков в Республике Беларусь пришелся на 1994—1995 годы, а в 1992 году у большинства населения Республики Беларусь вклады были открыты в

<sup>2</sup> Постановление Совета Министров Республики Беларусь от 18.12.1997 № 1673 “Об утверждении основных условий выпуска государственных ценных бумаг Республики Беларусь”.

Сберегательном банке Республики Беларусь, государственные компенсационные облигации должны были выдаваться многим жителям нашей страны.

В условиях высокой инфляции и непрогнозируемой девальвации белорусского рубля у физических лиц Республики Беларусь сегодня наибольшей популярностью в качестве средства сохранения своих сбережений пользуется иностранная валюта. Так, по оценкам экспертов, на руках у населения Республики Беларусь находится около 2 млрд долларов. При этом в банках юридическими и физическими лицами по состоянию на 1 января 2000 года размещено только 689,7 млн долларов. Объем валютных вкладов граждан не превышает 29% этой суммы<sup>3</sup>. Поэтому в условиях незначительного внешнего финансирования Республики Беларусь перед Правительством и Национальным банком остро стоит задача их привлечения. Одним из первых шагов со стороны Правительства и Национального банка по работе с физическими лицами и стал выпуск облигаций в СКВ.

С этой целью были предприняты следующие шаги:

— Совет Министров Республики Беларусь утвердил постановлением от 21.10.1999 № 1627 Основные условия выпуска облигаций государственного выигрышного валютного займа Республики Беларусь (документарный выпуск);

— Национальный банк Республики Беларусь разработал ряд документов, позволяющих выпускать облигации в иностранной валюте для физических лиц. Это — Правила выпуска, размещения и погашения облигаций Национального банка Республики Беларусь с купонным доходом, номинированных в свободно конвертируемой валюте, от 26.08.1999 № 15.4 (безбумажный выпуск) и Правила выпуска, размещения, обращения и погашения облигаций Национального банка Республики Беларусь на предъявителя, номинированных в свободно конвертируемой валюте, от 26.10.1999 № 21.3 (документарный выпуск).

Вместе с тем, как показали проведенные расчеты, для обеспечения привлекательных условий займа, а также для более широкого

привлечения денежных средств населения при выполнении народнохозяйственных задач необходимо было освободить от налогообложения доходы физических лиц, получаемые от вложения денежных средств в облигации Национального банка, номинированные в свободно конвертируемой валюте, и отменить представляемые ими декларации об источниках денежных средств при совершении сделок по приобретению ценных бумаг Национального банка и при совершении купли-продажи облигаций государственного выигрышного валютного займа.

15 февраля 2000 года Президент Республики Беларусь Александр Лукашенко подписал Декрет № 6, призванный повысить привлекательность вкладов физических лиц в облигации государственного выигрышного валютного займа и в облигации Национального банка, номинированные в СКВ.

Согласно документу доходы, полученные физическими лицами от купли-продажи облигаций Национального банка, номинированных в СКВ, в виде процентов по этим облигациям и от их погашения эмитентом, не облагаются подоходным налогом. Это не относилось к доходам от реализации облигаций по ценам, превышающим их номинальную стоимость, увеличенную на сумму установленной при выпуске облигаций процентной ставки.

Декретом также предусматривалось, что источники средств, направляемых населением на сделки купли-продажи облигаций государственного выигрышного валютного займа и облигаций Национального банка, номинированных в СКВ, не подлежат декларированию.

20 марта 2000 года Министерство финансов Республики Беларусь начало размещение первого выпуска облигаций государственного выигрышного валютного займа серии АА. Приказом Министерства финансов Республики Беларусь от 07.03.2000 № 86 были определены следующие условия данного выпуска: общий объем займа — 10 млн долларов США; объем первого выпуска — 1 млн долларов США; срок обращения — 12 месяцев; дата погашения — начиная с 26 мар-

та 2001 года; номинальная стоимость одной облигации — 100 долларов США; ставка дохода — 8 процентов годовых; выплата дохода по облигациям осуществляется один раз в три месяца. По облигациям государственного выигрышного валютного займа первого выпуска весь начисленный доход выплачивается в форме денежных выигрышей. Тиражи выигрышей проводились 20 июня, 20 сентября, 20 декабря 2000 года и 20 марта 2001 года. Количество выигрышных облигаций в каждом тираже составляет 20 процентов от всех реализованных облигаций. Выплата дохода и погашение облигаций осуществляются в валюте займа. При погашении облигаций данной серии одновременно с последним тиражом выигрышей происходит дополнительный розыгрыш вещевых выигрышей. По окончании займа среди всех владельцев облигаций разыгрываются 2 квартиры в областных центрах Республики Беларусь по выбору владельца выигравшей облигации. Общая сумма выигрышей установлена из расчета 10 процентов годовых. Досрочный выкуп облигаций осуществляется по решению Министерства финансов только при непредвиденных чрезвычайных обстоятельствах, сложившихся у инвестора.

31 марта 2000 года Национальный банк Республики Беларусь приступил к размещению первого выпуска облигаций для физических лиц, номинированных в свободно конвертируемой валюте.

Решением о выпуске облигаций Национального банка Республики Беларусь на предъявителя, номинированных в свободно конвертируемой валюте, определены следующие параметры: Регистрационный номер выпуска облигаций — 1; серии и номера выпускаемых облигаций — серия АА №00001—10000; наименование свободно конвертируемой валюты, в которой номинированы облигации, — доллар США; объем выпуска — 1 млн долларов США; номинальная стоимость одной облигации — 100 долларов США; дата выпуска — 31.03.2000; сроки размещения облигаций — с 31.03.2000 по

Окончание на с. 45

<sup>3</sup> ИНТЕРФАКС "Бизнес-обозрение Белоруссии" № 07 от 21 февраля 2000 года.



Анатолий ТИХОНОВ,

советник  
Председателя Правления  
Национального банка  
Республики Беларусь,  
кандидат  
экономических наук

## Денежная экономика

### Деньги и монетаризм: количественная теория

Как правило, изложение количественной теории денег начинается с ее основного уравнения:

$$mv = pq, \quad (1)$$

где

$m$  — денежная масса, или определенный денежный агрегат;

$v$  — скорость обращения денег;

$p$  — уровень цен;

$q$  — уровень реального дохода, или количество сделок.

Данное уравнение представляет собой тавтологию в том смысле, что оно (подобно равенству  $I=S$ ) не может не выполняться. Весь вопрос в том, что стоит за этой “тавтологией”. Для того чтобы в этом разобраться, рассмотрим уравнение (1) подробнее.

Прежде всего о денежной массе. Следует отметить, что данное выражение неудачно само по себе, так как “масса” есть нечто аморфное. Можно говорить о товарной массе. Однако в современной экономике деньги — это не “товар особого рода”. Данное определение является, по крайней мере, узким и неполным. “Товаром особого рода” деньги являлись во времена “золотого стандарта” и ранее (в период “денег-ракушек”). Сегодня деньги следует интерпретировать как активы и обязательства (центрального банка или субъектов экономики).<sup>1</sup> В этой связи очень важно понимать различие между “внутренними” и “внешними” деньгами, которое бы-

ло введено экономистами Герли и Шоу.<sup>2</sup> Согласно этой концепции “внутренним” деньгам противопоставляются обязательства частного сектора, “внешним” — нет. Рост “внешних денег” — это, по существу, денежная эмиссия центрального банка, которая оказывает практически всегда инфляционное воздействие на экономику. Увеличение “внутренних денег” не всегда имеет инфляционные последствия (это зависит от факторов, вызвавших его).<sup>3</sup>

В практическом плане вопрос о том, что следует принимать за  $m$  — денежная масса в уравнении (1) — также весьма не прост. Каждый из денежных агрегатов ( $M0$ ,  $M1$ ,  $M3$ , денежная база) определяется различными детерминантами. По мнению М. Фридмена, “эквивалентом денег... в реальной жизни является денежная база, т. е. вся наличность, находящаяся в обращении, и резервы коммерческих банков”.<sup>4</sup> Тем не менее нельзя сказать, что данный вопрос имеет однозначное и бесспорное решение.

Весьма важной проблемой является также трактовка показателя  $v$  — скорости обращения денег и степени ее постоянства. По существу это относится к интерпретации спроса на деньги. И здесь важно то, что, как писал тот же М. Фридмен, “количественная теория не считает... что реальное количество денег, необходимое для выпуска единицы продукции, или скорость обращения денег, должны рассматриваться как не зависящие от времени числовые константы; например, она не усматривает никакого

<sup>1</sup> Главное отличие “денег” от “денежных суррогатов” заключается в том, что последние представляют собой сомнительные обязательства.

<sup>2</sup> Gurley J.G. and Shaw E.S. Money in a Theory of Finance. — Washington, D. C. The Brooklyn Institute, 1960.

<sup>3</sup> М. Фридмен писал, что “инфляция всегда и везде — явление денежное”. Однако это заявление также является своего рода тавтологией, так как в полностью бартерной экономике, в которой денежных цен не существует, открытая инфляция невозможна по определению. В то же время факторы инфляции могут носить как конъюнктурный, так и структурный характер, например экономика, находящаяся справа от точки “естественной безработицы” (см. “Банковский вестник” № 7 за 2001 год), предрасположена к инфляции, и жесткая денежная политика, без воздействия на фундаментальные факторы данного разрыва, может привести к трансформации традиционной инфляции в рост неплатежей и денежных суррогатов. При этом рост цен, вероятнее всего, будет продолжаться.

<sup>4</sup> Фридмен М. Количественная теория денег. — М.: Эльф пресс, 1996. — С. 91.

противоречия в том, что спрос на деньги остается стабильным, а скорость обращения резко возрастает в периоды гиперинфляций. Под стабильностью она понимает сохранение вида функции, связывающей необходимое количество денег с переменными, его определяющими”<sup>5</sup>. При этом тенденции изменения скорости обращения денег часто противоположны в кратко- и долгосрочной перспективе, а также в микро- и макроэкономическом аспекте. Например, зададимся вопросом: внедрение современных методов расчетов (допустим, пластиковых карточек) ведет к ускорению или замедлению оборачиваемости денег? Конечно же, к ускорению (в микроэкономическом плане). Но на макроуровне, в долгосрочной перспективе совершенствование платежных систем ведет к повышению уровня монетизации экономики (показателя, обратного  $v$ ) и, соответственно, снижению скорости оборачиваемости денег, по крайней мере, если говорить о широких денежных агрегатах.<sup>6</sup>

Еще один вопрос заключается в том, что принять в уравнении (1) за показатель  $q$ ? Чаще всего это ВВП, а почему не количество сделок, которое определяется размером не только конечного, но и промежуточного продукта? Последний увеличивается по мере индустриализации экономики и при этом, как будет показано далее, растет коэффициент монетизации (и можно даже определить “равновесный уровень монетизации экономики”). Причем нарушение нормальных пропорций между конечным и промежуточным продуктом, а также между совокупным продуктом и уровнем монетизации в сущности и является причиной инфляционного состояния экономики (см. тему “Некоторые критические замечания к модели IS-LM”. “Банковский вестник”. 2001. № 7).

Таким образом, деньги — не товар особого рода, это активы и обязательства. При этом очень важно понимать различие между “внутренними” и “внешними” деньгами.

Суть монетаристской концепции, по крайней мере в том виде, в каком понимал ее М. Фридмен, заключается в том, что постулируется постоянство вида функции спроса на деньги, но не самого спроса или скорости оборачиваемости. Причем последняя в микроэкономическом аспекте возрастает по мере развития экономики и совершенствования платежной системы; в макроэкономическом аспекте — при прочих равных условиях скорость оборачиваемости сокращается. Рассмотрим данную тенденцию в следующем разделе.

### Денежный мультипликатор

Механизм денежной мультипликации формально полностью аналогичен действию мультипликатора расходов Дж. М. Кейнса. В первом приближении коэффициент денежного мультипликатора определяется по формуле:

$$MM = MB \cdot (1/gr), \quad (2)$$

где

$MM$  — денежный мультипликатор;

$MB$  — денежная база, или “сильные деньги”;

$gr$  — норма резервных требований (в десятичном выражении).

Роль показателя “предельной склонности к сбережению”, фигурирующем в кейнсианском мультипликаторе, в формуле (2) выполняет норма резервных требований (то есть устанавливаемая центральным банком доля привлеченных банками средств, которые они должны хранить в виде обязательных резервов).

Формула (2) отражает теоретическую, максимально возможную величину прироста определенного денежного агрегата в зависимости от размера прироста денежной базы. В действительности эта величина значительно ниже, поскольку зависит от размера избыточных резервов и предпочтения наличности:

$$MM = MB \cdot ((1+L)/(rr+sr+L)), \quad (3)$$

где

$sr$  — уровень избыточных резервов;

$L$  — уровень предпочтения наличности.

Как видно из формулы (3), в традиционной экономике, в которой банковская система находится на начальном уровне развития, максимально возможное теоретическое значение денежного мультипликатора составляет 2, так как в этих условиях показатель  $L$  близок к единице ( $L$  — доля денежных средств, хранимых в наличной форме). Кроме того, показатель  $sr$  по существу отражает качество банковского менеджмента, поскольку избыточные резервы, так же как и кассовые остатки, — это не приносящие доходы активы, и банки стремятся к их минимизации.

Таким образом, по мере развития экономики и финансовой системы значение денежного мультипликатора, при прочих равных условиях, возрастает. При этом значения  $L$  и  $sr$  снижаются. Что касается показателя  $gr$ , то формально его значение также снижается, и по мнению некоторых весьма авторитетных экономистов (Фридрих фон Хайек, Вера Смит), этот параметр должен быть равен нулю (концепция free banking system)<sup>7</sup>. В любом случае уровень “монетизации экономики” по мере ее развития возрастает<sup>8</sup>.

### Время в денежной экономике

Изменение роли времени в денежной экономике можно проиллюстрировать на примере формирования курсов акций. На ранних этапах формирования финансовых рынков они определялись как средние величины от цен, по которым совершались отдельные сделки за определенный период. По мере роста интенсивности обмена увеличивается число отдельных сделок в единицу времени, и на оп-

<sup>5</sup> Фридмен М. Количественная теория денег. — М.:Эльф пресс, 1996. — С. 32 — 33.

<sup>6</sup> Это еще одно проявление свойства неаддитивности макроэкономической системы.

<sup>7</sup> См.: Хайек Ф. Частные деньги. — Тверь: ИМНЭ, 1996. Действительно, если деньги представляют собой активы и обязательства, как они определены в данном случае, и если надежность этих обязательств близка к 100-процентной (что, кстати, предполагает наличие определенных морально-этических установок идеально действующей судебной и правовой системы), по крайней мере, теоретически вполне возможно существование банковской системы без центрального банка как кредитора последней инстанции.

<sup>8</sup> См.: Тихонов А. Коэффициент монетизации: некоторые аспекты теории, сравнительный анализ и практические выводы // Банковский вестник. 2000. № 7.

ределенном этапе эти сделки осуществляются практически непрерывно, например, каждую секунду. В этих условиях уже не курс акций определяется на основе отдельных сделок (путем усреднения), а наоборот, последние “привязываются” к конкретному уровню курса (например, брокер предлагает команду купить или продать те или иные акции в том случае, если их курс достигнет определенной величины). То есть таким образом осуществляется переход от “штучного”, “усредненного” определения (или расчета среднего) курса к “поточному курсообразованию” и динамика курсов определяет курсы отдельных сделок, а не наоборот.

Приблизительно то же самое происходит с валютным курсом, нормой процента. Причем валютные курсы определяют отдельные сделки не только в актуальном плане, но и во многом предопреде-

ляют ожидания. Меняется роль времени. Оно перестает быть однородным. Триада “прошлое — настоящее — будущее” как бы сливается в одну точку. Деньги “теряют нейтральность”. Гипотеза о том, что, например, удвоение количества денег приведет к двукратному росту цен, которая является весьма правдоподобной в условиях традиционной экономики, в условиях денежной не действует.<sup>9</sup>

Изменение роли времени приводит к соответствующим трансформациям в процессе управления предприятием. Возникает финансовый менеджмент, функции которого по существу сводятся к регулированию структуры активов, пассивов и денежных потоков во времени. Основы финансового менеджмента будут рассмотрены в последующих темах. Здесь же следует отметить, что в практическом плане очень важно понимать разницу между операциями дисконти-

рования и дефлятирования. Дисконтирование — это операция, которая применяется для приведения разновременных реальных денежных величин к определенному моменту времени. В качестве дисконта принимается норма реальной прибыли, характерная для конкретной экономики или отрасли. Эта операция часто применяется в том случае, когда темп инфляции заранее неизвестен и необходимо оценить потенциально упущенную выгоду при различном распределении реальных доходов или затрат во времени. Что касается дефлятирования, то это приведение разновременных номинальных денежных величин к реальной величине на определенный момент времени. При этом данная операция осуществляется в зависимости от фактического или прогнозного темпа инфляции.

*(Продолжение в следующем номере)*

## Облигации как источник дополнительного финансирования государственных программ

*Окончание. Начало на с. 40*

30.06.2000; дата погашения — 30.03.2001; цена за одну облигацию с 31.03.2000 по 30.04.2000 — 100 долларов США, с 01.05.2000 по 30.06.2000 — 101 доллар США; текущие цены для досрочного выкупа эмитентом облигаций №00001—№10000 серии АА — 101 доллар при предъявлении облигаций в период с 01.07.2000 по 30.09.2000; 10201.10.2000 — 31.12.2000; 103 — 01.01.2001 — 29.03.2001. Срок, в течение которого облигации могут быть предъявлены к погашению, — с 30.03.2001 по 30.03.2004. Процентная ставка по облигации устанавливается в размере 6% годовых. Срок обращения облигаций — 365 дней.

Облигации Национального банка Республики Беларусь на предъ-

явителя, номинированные в свободно конвертируемой валюте, выпускаются на бланках установленного образца. Размещение и погашение выпусков облигаций осуществляет Национальный банк Республики Беларусь, который обязуется возратить их номинальную стоимость и выплатить процентный доход по ним в свободно конвертируемой валюте.

Владельцами облигаций являются физические лица. Они имеют право после завершения срока размещения облигаций в любой рабочий день обратиться в Главные управления (отделения) Национального банка Республики Беларусь и уполномоченные банки с предложением досрочного выкупа у него имеющихся облигаций по заранее установленным ценам.

При досрочном выкупе или погашении облигаций по желанию

владельца ценной бумаги денежные средства выплачиваются наличными деньгами либо путем перечисления на текущий счет. Облигации, не предъявленные к погашению до 30.03.2004, в дальнейшем не погашаются.

Выпуск ценных бумаг в СКВ Министерством финансов и Национальным банком Республики Беларусь не должен осуществляться на постоянной основе, а рассматриваться лишь как кратковременная мера по привлечению валютных средств населения. Выполнив все обязательства по облигациям, номинал которых выражен в СКВ, восстановив доверие населения к данной форме заимствования, приоритет должен быть отдан выпуску ценных бумаг, номинал которых выражен в белорусской валюте, что будет способствовать укреплению белорусского рубля.

<sup>9</sup> На основе той же модели IS-LM можно показать, что одномоментное удвоение денежной массы в итоге приведет к росту общего уровня цен более чем в два раза.



**Виктор КУДИНОВ,**

заместитель начальника  
отдела защиты информации  
Департамента  
кадровой политики  
и внутреннего контроля  
Национального банка  
Республики Беларусь,  
аспирант кафедры  
информационных технологий  
управления Академии  
управления при Президенте  
Республики Беларусь

С появлением компьютерной техники появилась возможность для автоматизированного расчета и широкого применения методов осцилляторного анализа, более известного как технический анализ. В целом технический анализ можно определить как метод прогнозирования цены, основанный на математических, а не на экономических выкладках. Он широко используется в развитых странах, а в последнее время применяется и в России при работе на товарном и валютном рынках, а также на рынке ценных бумаг.

Классические определения и аксиомы технического анализа сформулированы в начале 80-х годов трейдером и аналитиком Джоном Дж. Мерфи. В соответствии с ними технический анализ определяется как метод прогнозирования цен с помощью рассмотрения графиков движений рынка за предыдущие периоды времени. Ценой может быть как действительная цена товара на бирже, так и значения валют-

## Технический анализ на развивающихся финансовых рынках

ных и других индексов. Под движением рынка понимаются три основных индикатора информации:

1. *Цена* — главный из трех индикаторов. Данные о цене общедоступны для любого рынка и могут на него поступать без промедления посредством современных информационных технологий.
2. *Объем торговли* — общее количество заключенных контрактов за определенный промежуток времени. Этот индикатор является вторичным, но более сложным в определении, данные о нем обычно поступают с задержкой.
3. *Открытый интерес* — количество позиций, не закрытых на конец торгового дня.

Построение профессионального технического анализа осуществляется с использованием максимального количества доступных индикаторов. *Теория технического анализа базируется на следующих трех аксиомах:*

*Аксиома 1.* Движения рынка учитывают все. Суть этой аксиомы заключается в том, что любой фактор, влияющий на цену — экономический, политический, психологический, — заранее учтен и отражен в графике. Данная аксиома тесно связана с понятием информационной эффективности рынка, являющейся мерой информационной доступности.

*Аксиома 2.* Цены двигаются направленно. Это предположение стало основой для создания всех методов технического анализа. Существуют три вида трендов, то есть направления движения цен: «бычий» — движение цены вверх; «медвежий» — движение цены вниз; «боковой» — цена практически не движется.

*Аксиома 3.* История повторяется.

Наиболее исчерпывающим теоретическим инструментом, используемым на рынках ценных бумаг и фьючерсов, по определению Джона Дж. Мерфи, является волновая теория Эллиота, хорошо зарекомендовавшая себя на российском рынке ценных бумаг. Идеи Эллиота основываются на более известных подходах, в частности, теории Доу и анализе классических ценовых моделей (большинство из них объясняются в рамках волновой структуры). Теория базируется на концепции «ценовых ориентиров», подразумевающей использование коэффициентов Фибоначчи и основанных на них отношений длины коррекции. Наилучших результатов применения этой концепции можно достигнуть при анализе массовых рынков капитала и сводных фондовых индексов, таких, как *DJIA (Dow-Jones Industrial Average)*. Прогнозирование динамики котировок отдельных акций теми же методами менее продуктивно.

Проблема информационной эффективности рынка привлекла внимание финансовых аналитиков в начале 50-х годов. Так, член Королевского статистического общества Великобритании Морис Кендалл изучал поведение цен на акции, рассчитывая обнаружить закономерность между их подъемами и спадами. Однако он пришел к выводу, что цены как будто бы изменяются случайно. Равновероятно они могут устремиться и вверх и вниз, независимо от предыдущей траектории. Впоследствии специалисты пришли к выводу, что случайные движения цены указывают на то, что рынок хорошо функционирует, то есть является эффективным. Прогноз благоприятного будущего поведения цены приводит к благоприятному текущему ее поведению. Как только появляется новая информация, например о недооцен-



ке акции, сразу возникает большое число желающих приобрести ее, что приводит к стремительному росту цены на такие акции. Следовательно, цены повышаются или понижаются только в ответ на новую информацию, которая является непредсказуемой. Если ее возможно предсказать заранее, то это отражается в предыдущем прогнозе. И поскольку цены изменяются под воздействием непредсказуемой информации, то они тоже будут «двигаться» непредсказуемо. Таким образом, цены на акции должны следовать траектории случайного блуждания. Случайные изменения цен являются результатом поведения рациональных инвесторов, для которых важно более раннее получение информации, необходимой для оценки стоимости акций. На конкурентном рынке цены соответствуют истинной стоимости ценных бумаг, под которой понимается не окончательная будущая стоимость, а равновесная цена, отражающая всю имеющуюся в распоряжении инвесторов на данный момент информацию.

На случайное изменение цены влияют и эксперты: фундаментальные аналитики изучают деятельность компаний и пытаются определить стоимость акций; технические аналитики отслеживают цены на акции компании в прошлом. Конкуренция между этими аналитиками должна обеспечивать полное отражение ценой всей доступной информации — такое предположение называется гипотезой информационной эффективности рынка. *Существуют три варианта гипотезы рыночной эффективности: слабая, квазисильная и сильная.* Они различаются в зависимости от того, какой смысл вкладывается в понятие «вся доступная информация». *Слабая форма* гипотезы предполагает, что цены отражают всю информацию, полученную в результате исследования изменения цен, объемов торгов и размеров короткой позиции в прошлом. Если эта гипотеза верна, то анализ трендов — занятие бесполезное, поскольку данные рыночной статистики являются доступными для всех. Гипотеза в слабой форме — это утверждение о том, что все важные сведения о поведении рынка инвесторы уже научились использовать. Когда информация становится общеизвестной, она перестает работать. *Квазисильная форма* — предполагает, что

вся доступная информация, относящаяся к перспективам развития компании, заранее отражается в цене акции. Такая информация содержит основные данные по производственной и финансовой деятельности компании. И поскольку любой инвестор имеет доступ к этим сведениям, то можно ожидать, что они уже отражены в ценах. *Сильная форма* гипотезы утверждает, что цены акции отражают всю информацию, относящуюся к компании (фирме), включая даже ту, которая доступна только ее сотрудникам. Эта версия гипотезы экстремальная. Немногие согласятся с тем, что руководители корпорации, имея доступ к определенной информации задолго до того, как она открывается публике, никогда не используют ее. В связи с этим в некоторых странах деятельность комиссий по ценным бумагам и биржам направлена на предотвращение получения инсайдерами доходов от подобной эксплуатации их привилегированного положения.

Один из этапов развития классической теории информационной эффективности (70-е годы) связан с работами финансового аналитика Эжена Фама, который формализовал утверждение: «цены полностью отражают информацию». «Отражение» в ценах он определил как ожидаемую доходность от владения ценной бумагой в течение некоторого времени. Это уточнение позволило проводить статистические исследования, большинство из которых выстроены на проверке возможности получения отклоняющихся от нормы доходов. Последние считаются аномальными, если разница между полученным доходом и ожидаемым, с точки зрения инвестиционной стратегии, сильно отличается от нуля. Так, например, ожидаемая прибыль рассчитывается на основе модели ценообразования на рынке капиталов. Следовательно ожидаемый доход заранее учитывает инвестиционный риск и трансакционные издержки. Если существует стратегия, с помощью которой удается получать аномальные доходы, то принято считать, что рынок является информационно неэффективным.

Воздействие на рынок благоприятной информации противоположно воздействию неблагоприятной, поэтому инвесторы быстро должны реагировать на поступление новостей. Наблюдения за реакцией участников рынка на экстремальную

информацию показывают, что некоторым людям свойственно чересчур сильно реагировать на новую информацию и при этом недооценивать старую. Существует гипотеза перереагирования: инвесторы реагируют на непредвиденную положительную информацию так, что цены растут сильнее, чем следовало бы. Далее происходит небольшое снижение котировок (коррекция). И, наоборот, в ответ на отрицательную новость цены понижаются слишком сильно. Этот эффект можно использовать на практике, но для этого нужно не только уметь идентифицировать экстремальное событие, но и определить момент, когда эффект перереагирования начнет отражаться в ценах. Инвесторы, способные выполнить эти условия, обычно реализуют следующую стратегию: когда появляется положительная новость, инвестор покупает ценную бумагу и пытается продать ее перед наступлением коррекции.

Главный вывод из анализа информационной эффективности рынков ценных бумаг (облигаций) заключается в том, что в основном (хотя и не всегда) эти рынки имеют среднюю степень эффективности. Другими словами, цены на облигации отражают практически всю информацию, доступную широкому кругу инвесторов.

Таким образом, технический анализ через кратковременные колебания котировок помогает изучить психологию биржевой толпы. Преобразование настроений рынка в количественные показатели осуществляется с помощью индикаторов, анализ которых позволяет биржевому игроку определить господствующую тенденцию, время ее возможного разворота, а также наилучшие моменты для вхождения в рынок. Поскольку большинство игроков используют одни и те же компьютерные программы и технические индикаторы, то не стоит ждать от последних заметной отдачи. Специфика фондового рынка (напоминающего игру с нулевой суммой) такова, что выигравший получает деньги с проигравшего. Поэтому участники фондового рынка не могут одновременно и все вместе эксплуатировать какую-либо выявленную тенденцию. В целом любая уже известная закономерность поведения цен — уже не закономерность. Все по-настоящему эффективные средства технического анализа по

определению должны быть конфиденциальными.

Сегодня на финансовых рынках различных государств широко известны индикаторы показывают далеко не такие хорошие результаты, как на начальном этапе своего появления. Рынки стали более сложными и менее предсказуемыми. Тем не менее пока рано говорить о том, что потенциал известных технических индикаторов уже исчерпан. *Во-первых*, потому, что в долгосрочной перспективе их использование все-таки обеспечивает более высокую доходность, чем при «наивном» инвестировании. *Во-вторых*, даже сейчас многие участники фондового рынка игнорируют технический анализ как средство, обеспечивающее игру по системе, и при заключении сделок полагаются больше на интуицию.

Применение традиционных индикаторов обусловлено тем, что очень трудно изобрести что-то действительно новое. Слишком мала предметная область — четыре значения цены (*open, high, low, close*) и объем торгов (*volume*). Большинство взаимных сочетаний и возможных зависимостей между данными величинами уже формализовано и зафиксировано в формулах индикаторов. Остается только улучшать эффективность работы последних, что достигается двумя путями: индивидуальной оптимизацией каждого из используемых индикаторов и устранением противоречивости сигналов при использовании нескольких индикаторов.

Результаты исследований российских аналитиков свидетельствуют о том, что на развивающихся рынках и, в частности, на рынке России, вполне можно использовать даже достаточно известные и простые сигналы. Так, рынок российских ГКО богат информацией, влияющей на принятие решений. Но в классическом понимании он не является информационно эффективным (то есть рынок не удовлетворяет гипотезе об информационной эффективности в слабой форме), потому что знание преимуществующих цен позволяет получить более высокие результаты по сравнению со среднерыночными. Для рынка валютных облигаций информационная эффективность достигнута точно. Валютный рынок является более ликвидным, чем рынок акций, рынок очень открытый (то есть все брокеры имеют практичес-

ки одинаковый доступ к информации). Тем не менее существует довольно скептическое отношение к применению технического анализа, например, для оценки российского рынка акций. Современные западные методы технического анализа создавались и тестировались на развитых фондовых рынках в условиях, когда никто из участников по отдельности не может повлиять на ход торгов, а движение цен определяется лишь коллективными действиями всех участников торгов. В отличие от этой идеальной с точки зрения технического анализа ситуации, российский рынок, как и любой развивающийся рынок, подвержен сильному влиянию со стороны крупных, в основном иностранных, инвесторов. Прежде всего это относится к формированию среднесрочных трендов, в связи с чем предсказание тенденций на несколько недель и месяцев вперед вызывает особые трудности для проведения технического анализа.

Прогноз краткосрочной тенденции, основанный на методах технического анализа, является более успешным. Из имеющегося достаточно обширного набора индикаторов можно выбрать несколько наиболее удачно работающих, например, в условиях российского рынка. При этом надо принимать во внимание, что от технического анализа, как и от любого другого метода, нельзя ожидать 100% -й точности. Точность прогноза на уровне 70% (именно такую величину можно получить для наиболее удачных индикаторов применительно к высоколиквидным акциям) можно считать успехом. Тогда, при условии активной игры на основе сигналов индикаторов, ошибка в прогнозировании дальнейшего движения цены возможна в среднем лишь в 30% случаев. Вряд ли найдется какой-либо другой метод, настолько же удачный в применении. В данном случае речь идет не о долгосрочных вложениях, а об активной игре на коротких промежутках времени. Под активной игрой понимается постоянное следование сигналам индикаторов, так как при единичном их использовании высока вероятность получения ложного сигнала.

Рассматривая методы технического анализа, следует отметить особенность любого развивающегося фондового рынка — высокую корреляцию в движении цен наиболее ликвидных акций. С учетом того,

что большинство методов технического анализа применяются в основном для прогноза поведения высоколиквидных ценных бумаг (так называемых «голубых фишек»), эту особенность нельзя оставлять без внимания. Любое резкое изменение цены одной из высоколиквидных ценных бумаг приводит к аналогичному изменению цен остальных ликвидных бумаг, то есть может служить дополнительным индикатором оценки поведения остальных ценных бумаг. Другими словами, имея неэффективный рынок, появляется возможность эффективно применять методы технического анализа.

Результаты деятельности российских специалистов технического анализа позволяют сделать следующие выводы:

- Ключевым условием эффективной работы аналитика является доступ к источникам информации. Важно также активное освоение мирового опыта инвестиционного анализа.
- На практике доказана эффективность методов технического анализа для построения высокоэффективно работающих компьютерных торговых систем. Разработанные торговые системы, механически работающие с использованием традиционных технических индикаторов, позволяют добиться высоких и стабильных результатов на фондовом рынке.
- Возможность технического анализа достаточно широка и позволяют его применять: когда рынок информационно прозрачен; когда поступающая информация скудна и противоречива; когда рынок хорошо изучен инвесторами; когда рынок фундаментально слаб, преимущественно эмоционален или зависит от неясных внешних факторов. Эти характеристики напрямую относятся к развивающимся рынкам ценных бумаг, которые подчиняются методам технического анализа так же успешно, как и инвесторы на этих рынках, — законам массовой психологии.
- Методики технического анализа позволяют строить сценарии возможного поведения рынка на отрезках времени в будущем, не превосходящих по длительности уже накопленную информацию, на которой базируется анализ.



Иллюстрация к статье на с. 40.



# Надежный путеводитель в мире финансов

Банківські '2001  
**Веснік** Февраль