

Как минимизировать последствия ужесточения денежно-кредитной политики?

М.М. Ковалёв, Г.Д. Хотина

Проблема – как с наименьшими потерями адаптировать экономику к постепенному ужесточению денежно-кредитной политики. За десять последних лет субъекты хозяйствования, банки, население настолько привыкли жить в условиях эмиссии, инфляции и падения курса, что переход даже к умеренно жесткой политике с приростом рублевого денежного предложения в 4 – 6 % в месяц начал создавать проблемы с ликвидностью, а ведь надо перейти к политике расширения денежного предложения, согласованного с темпами экономического роста плюс возможно те же 4 - 6 %, но не в месяц, а в год. Поэтому, обсуждая итоги первого полугодия 2000г., мы попробуем сформулировать отдельные новые проблемы, связанные с ужесточением кредитной политики и, наметить возможные пути их решения.

Однако сначала несколько общих слов о целях и инструментах денежно-кредитной политики.

1. Цели и инструменты денежно-кредитной политики в переходный период

Денежно-кредитная политика центробанков как развитых государств, так и государств с переходной экономикой определяется множественностью факторов, следующие три из которых являются главными:

- общее состояние экономики;
- исторические традиции банковской системы;
- особенности национального банковского законодательства.

Стандартная практика центробанков – объявление целей и инструментов на долгосрочную перспективу, а также текущих ориентиров. В стабильных экономиках это естественно и только придает им еще большую стабильность, дает возможность субъектам хозяйствования и банкам заблаговременно подготовиться к смене ориентиров денежной политики.

Главная цель денежно-кредитной политики для переходных государств – финансовая стабилизация, то есть обеспечение внутренней и внешней стабильности национальной валюты (в Республике Беларусь это прямо записано в законе о Национальном банке). Обеспечивать стабильность национальной валюты в переходный период необходимо в нестабильных условиях выравнивания структуры внутренних и внешних цен (этот процесс из-за колебаний реального курса и несинхронного изменения цен и курса еще незавершен), проблем дефицита торгового баланса и проблем структурной перестройки, вызванных изменившейся конкурентоспособностью предприятий при новых ценах на энергоносители. При всем различии этих процессов в разных переходных государствах рекомендуемый рецепт один – жесткая монетарная политика.

Жесткая монетарная политика, хотя и ведет, как правило, к демонетизации экономики, и как следствие к бартеру, но, тем не менее, быстро останавливает инфляцию, стабилизирует курс и стимулирует структурную перестройку, то есть ускоряет банкротство нерентабельных предприятий и закладывает основы новой экономики, конкурентной в глобальном мире. Считается, что по такому пути пошли страны Центральной Европы, Балтия.

В то же время некоторые ученые считают, что жесткое регулирование денежного предложения губит не только действительно бесперспективные предприятия, но и многие другие, которые в других условиях могли бы выстоять и адаптироваться к конкуренции на международных рынках. Сторонники умеренно мягкой денежно-кредитной политики используют в качестве примера и Республику Беларусь, которая, по их мнению, в переходный период сохранила большую часть экономики и высокий уровень производства благодаря именно мягкой монетарной политике.

На наш взгляд, вопрос этот не так прост, как представляется и тем, и другим, в первую очередь, из-за комплексного воздействия на экономику различных факторов, а не только монетарных. В любом случае, монетарная политика в Республике Беларусь все десять лет с 1991 года была чрезмерно мягкой (см. таблицу 1) и накопила за это время целый арсенал антиинфляционных и антидевальвационных административных мер, каждая из которых в свое время предлагалась из лучших побуждений, но все они в совокупности создали весьма ограничительные условия для работы реального сектора и привели к искажению экономических показателей деятельности, а, следовательно, к не всегда эффективному использованию ресурсов.

Резервы. Косвенные инструменты, типа самого распространённого ранее, норма обязательных резервов¹ сегодня для целей регулирования денежного предложения в развитых странах применяются крайне редко,

¹ Резервы были введены впервые в США ещё в 1863г. с целью гарантирования банковской ликвидности. Постепенно функция резервов изменилась и сегодня это скорее инструмент ограничения роста совокупной денежной массы, точнее коэффициент мультипликации. Резервные требования в современном понимании были впервые введены также в США в 1913 г. при создании Федеральной Резервной Системы.

обычно их пределы зафиксированы нормативным актом. Правда, центробанки имеют возможность влиять на них, уточняя алгоритмы расчета, которые весьма различны в разных странах (от 0,45% от объема всех обязательств в Англии или 2,5% в Японии, до 25% в Италии). Общая тенденция очевидна – уменьшение нормы резервов и унификация базы для расчета, то есть типов обязательств, подлежащих резервированию, а также качественного состава резервов – национальная валюта на счетах центробанка и кассовые остатки (ценные бумаги все чаще исключаются из резервов, а иностранная валюта в резервы принимается разве что в США, ФРГ, Швеции). Заметим, что принципиальное отличие резервов в развитых странах от белорусских правил – это включение в их состав кассовых остатков и средств на корсчёте. Единственное, необходимо соблюдать среднюю норму за месяц (Япония, Франция) или две недели (США). В Канаде и Мексике позволено опускаться ниже среднего уровня, но под залог ценных бумаг.

Рефинансирование и учетная ставка. В современный период, несмотря на различия целей денежно-кредитной политики в разных странах, общим становится использование, как правило, в качестве основного инструмента регулирования денежного предложения – учетной ставки процента.

В развитых странах операции на открытом рынке сегодня основной инструмент регулирования ликвидной денежной массы. Более того, теоретически обосновано, что это самый эффективный способ влияния на денежное предложение и выявлены отрицательные следствия параллельного использования ГКО и эмиссионных кредитов, так называемый российский эффект "государство одалживает деньги само у себя, выплачивая банкам проценты по ГКО".

Административные меры. Меры административного воздействия достаточно грубо влияют на деятельность банков и экономику страны. Их стараются избегать, 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 распространённая мера - регулирование процентных ставок по депозитам и кредитам (или марже) коммерческих банков. Например, Банк Кореи даже сегодня запрещает выплачивать высокие проценты по депозитам свыше 2-х 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 (Италия - 6,5% прироста ресурсов, Индия - 50% активов), верхний лимит на валютные средства, размещенные за рубежом, лимит на кредиты в приоритетные отрасли, лимит на межбанковские кредиты.

Следует заметить, что действенность этих ограничений по мере глобализации финансовых рынков и возможности перевода средств в офшоры ослабляется. Поэтому центробанки административные ограничения применяют всё реже, разве что маскируя их под требования ликвидности. Вместе с тем, нельзя, и это подтверждают примеры даже самых либеральных стран (мы исключаем страны-банки Люксембург, Швейцария, Монако и т. п.), считать, что капитал всегда и везде течёт только туда, где выше норма прибыли. Просто сегодня методы воздействия государства и реального сектора на банковский капитал стали тоньше и изощрённее и перешли в разряд неформальных ограничителей. Типичные примеры – Германия, Южная Корея с их схемами неформального сращивания финансового и промышленного капитала.

2. Динамика денежных агрегатов в первом полугодии.

Динамика денежных агрегатов за первое полугодие представлена в таблице 1 и на диаграмме 1 (на диаграмме 1 для полноты картины приведены исторические данные о структуре денежной массы). В основных направлениях денежно-кредитной политики на 2000 год Национальный банк провозгласил целевую задачу прекращения целевого кредитования экономики за счёт эмиссионных кредитов. По согласованию с правительством был установлен лимит чистого внутреннего рублевого кредита Национального банка (ЧВРК НБ) в 76 млрд. рублей, который позднее был уточнён в размере 81,5 млрд. рублей. За первое полугодие прирост ЧВРК НБ строго удерживался на установленном уровне и составил 36,6 млрд. рублей (или в среднем за месяц 4,3%), что меньше запланированного на первое полугодие на 2,9 млрд. рублей². В то же время совокупная рублёвая денежная масса выросла несколько больше запланированного показателя. Прирост **рублевой денежной массы** за январь-июнь 2000 г. составил 157,2 млрд. рублей (или в среднем за месяц 7,6 процента), что выше установленного уровня. Дополнительный прирост рублевой денежной массы обусловлен в основном приобретением Национальным банком у банков и субъектов хозяйствования иностранной валюты на сумму свыше 40 млрд. рублей. Фактически второй источник эмиссии (покупка валюты) был больше, чем первый.

Как показывает таблица 1, темп роста рублевой массы может процентов на 50 за год опережать или отставать от темпа эмиссии. Дело в скорости мультипликации денежной базы. В целях сдерживания роста рублевой денежной массы течение января-июня 2000 г. Национальным банком проводились соответствующие стерилизационные мероприятия: привлечение средств банков в депозиты Национального банка, повышение обязательных резервных требований, валютные интервенции на БВФБ. Это обеспечило в первом полугодии 2000 г. рост рублевой денежной массы (155,2 процента) практически на уровне индекса потребительских цен (153,9

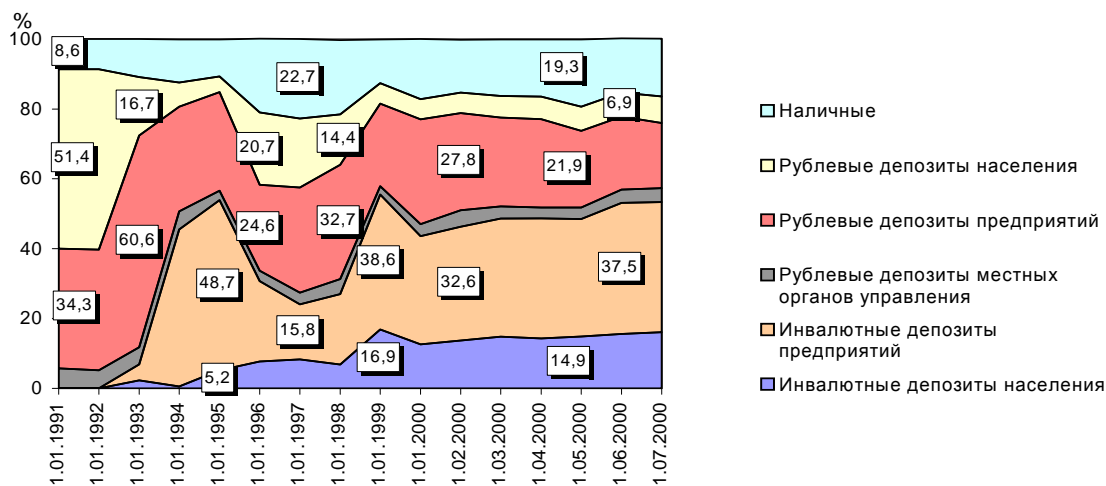
² По итогам семи месяцев темп прироста ЧВРК НБ так же выдержан и составил 39,7 млрд. рублей с начала года.

процента). Основная инфляция пришлась на первые месяцы года и была следствием процессов конца прошлого года.

Инструментов регулирования денежной массы, как выше мы отмечали, не так уж много: операции на открытом рынке (покупка-продажа облигаций, кредиты-депозиты центробанка), обязательные резервы, учетная ставка, административные меры.

Диаграмма 1

Структура совокупной денежной массы



В зависимости от размеров страны центробанки выбирают обычно один из двух следующих вариантов регулирования денежной массы. Центробанки государств с ёмким внутренним рынком выбирают ориентиры на регулирование денежной массы в целях удержания заданных темпов инфляции. Классические примеры: США, Великобритания, Германия. Небольшие государства с малым внутренним рынком и открытой экономикой ориентируются на валютный курс (Австрия, Бельгия, Нидерланды^{***}).

Беларусь относится к небольшим странам, ориентированным на экспорт. Поэтому в качестве основной цели регулирования денежной массы для Национального банка является регулирование валютного курса белорусского рубля, то есть выбор траектории реального курса белорусского рубля к валютам основных торговых партнёров и постоянное отслеживание отклонений от заданной траектории. По мере перехода на единый курс эта задача становится все более актуальной.

Динамика курса. Пагубность влияния на экономику множественных курсов сегодня описана в хрестоматийных учебниках и нет необходимости детально останавливаться на этом вопросе. Тем не менее, с конца 1995 г. ликвидировать множественность курсов не удавалось из-за существования значительных групп, заинтересованных в этом, которые преувеличивали последствия перехода на единый курс. В белорусских условиях различие официального и рыночного курса экономически проявлялось по двум направлениям:

Множественность курсов искажала экономические показатели, в первую очередь относительно цен и рентабельности, что, как известно, вело к неоптимальному использованию ресурсов. Неявный налог на экспортёров за счет обязательной продажи валюты по заниженному курсу в начале года в размере 20 % и в конце полугодия примерно в 10% перераспределял ресурсы от экспортёров, продавших валюту на официальной сессии к импортёрам. Ежемесячно в 2000 г. экспортёры субсидировали импортёров энергоносителей и других, кто покупал валюту по официальному курсу, на сумму от 25 до 15 млрд. рублей³. Среднемесячный трансфер примерно 20 млрд. рублей (это примерно эквивалентно четверти стоимости топливно-энергетических ресурсов) от экспортёров к привилегированным импортёрам (в основном импортёрам - энергоресурсов) снижал экономические стимулы для наращивания экспорта и экономии энергоресурсов и вёл к субсидированию населения иностранных государств⁴.

Множественность курсов вела к криминализации экономики, стимулировала хищения валютной выручки. Множественные курсы в период с конца 1995 года и стремление субъектов хозяйствования минимизи-

^{***} Разумеется, после полного перехода на евро для отдельных стран ситуация изменится.

³ В начале года за доллар, реализованный на обязательной сессии, экспортёры недополучали более 500 рублей, сегодня менее 300 рублей.

⁴ В 1999г. экспортировано выращенной на дотационной энергии агропродукции на 460 млн. долларов.

ровать налоги привели к созданию теневого рынка трансфера валюты от экспортеров к импортерам емкостью около 2 млрд. долларов в год. Двойные курсы создавали стимулы к необъявлению части сделок, или, наоборот, влекли фиктивные сделки, переход на бартер, утечку валюты в оффшоры. Экспортеры были вынуждены прятать разницу, полученную от продажи валюты по курсу, превышающему официальный. Импортеры вынуждены прибегать к различным схемам, чтобы отнести на затраты истинную цену приобретенной валюты. С помощью фиктивных контрактов курсовая разница зачастую присваивалась посредническими конторами совместно с менеджерами предприятий.

Таблица 1

Среднемесячный рост, %	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 1-е полугодие	2000 2-е полугодие прогноз
<i>ЧРВК НБ</i>	15,1	15,8	15,1	7,1	7,4	5,7**	9-10	4,3	4 – 5
<i>рублёвой денеж- ной массы</i>			11,9	4,4	6,1	7,2	9,4	7,6	6
<i>инфляции</i>	28,9	28,7	10,8	2,8	4,2	9,0	11,0	7,4	5
<i>официального курса</i>	37,7	25,4	0,7	2,5	5,9	11,0	9,6	11,9	10
<i>рыночного курса</i>	12,9	27,5	0,7	7,0	4,1	16,2	10,0	1	3
<i>экспорт товаров и услуг</i>			400	558	692	672	557	662*	670
<i>поступление ва- лютной выручки</i>				200	308	205	305	293	300
<i>обязательная продажа субъ- ектам хозяйст- вования</i>				138	83	55	43	52	55
<i>доля импорта за счет обязатель- ной продажи, %</i>				22,7	10,9	7,3	7,53	6,5	6 – 7
<i>импорт товаров и услуг</i>			456	606	757	747	582	795*	780

Экономические следствия этого следующие:

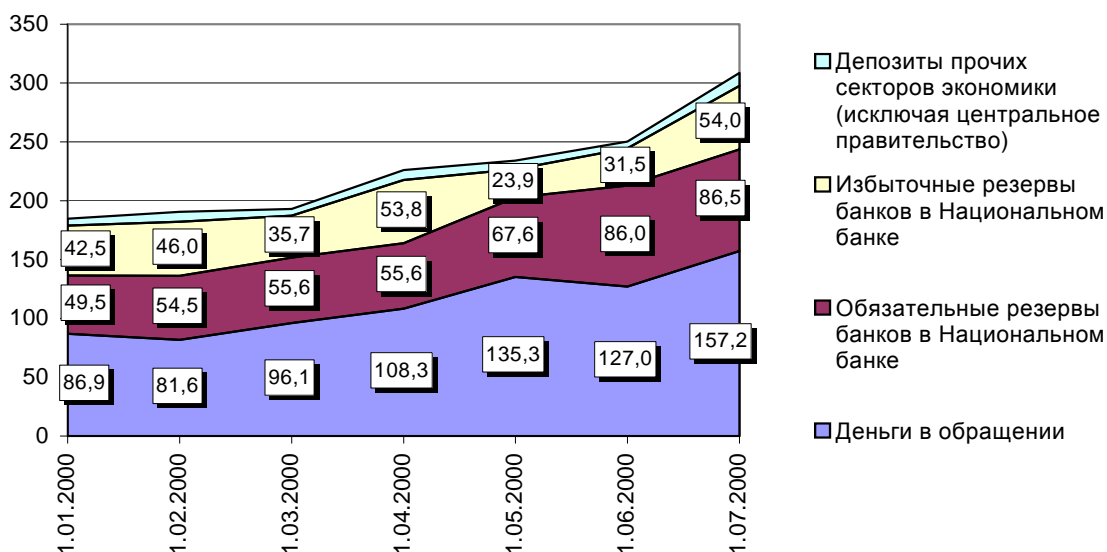
- увеличены на 5 - 10 % транзакционные издержки (такова стоимость конвертации на теневом рынке).
- снижена мобильность валюты, т.е. скорость ее оборота;
- отвлечены от реального сектора силы лучших финансовых менеджеров на строительство различных платежных схем экспортно-импортных операций.

Диаграмма 2

Динамика денежной базы, млн. руб.

**Эмиссия в 1998г. была невысокой (по сравнению с предшествующими годами) – 5,7% в месяц, однако резкий обвал экспорта в Россию привёл к падению курса и инфляции.

*Предварительные данные

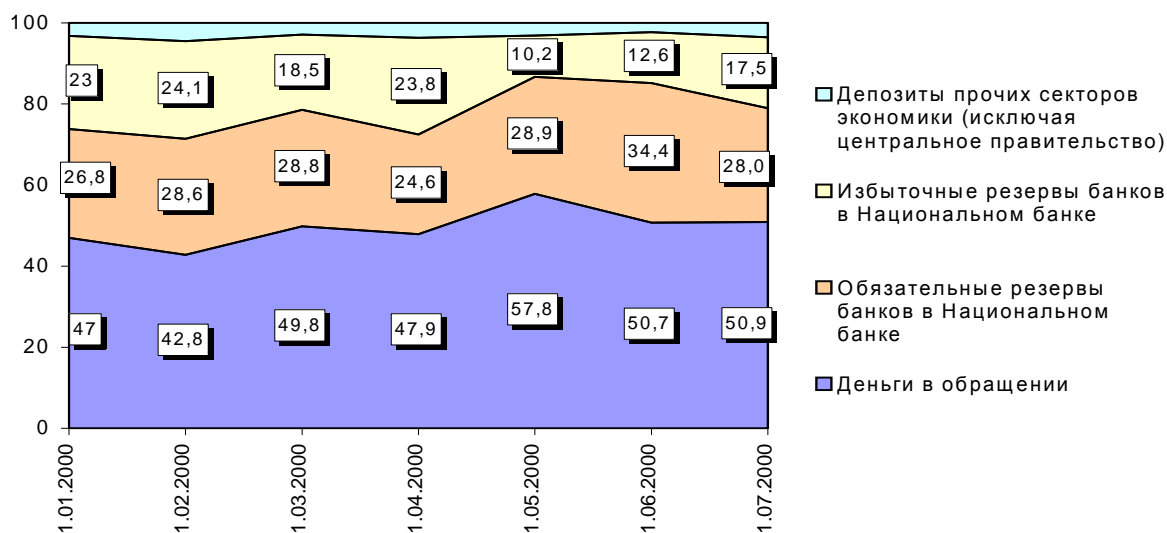


С целью выхода на единый курс Национальный банк последовательно девальвировал официальный курс белорусского рубля в 2,1 раза за шесть месяцев. Данные таблицы 2 показывают, что влияние девальвации на инфляцию незначительно. Заметим, что ограничительная кредитная эмиссия позволила фактически держать рыночный курс стабильным (за шесть месяцев понизился всего на 4,2%). В итоге разрыв между курсами на 1 июля составил всего 1,5 раза против трёх раз на 1 января 2000 года. Сократился до 3% (а это практически норма) разрыв между курсами остальных сегментов валютного рынка.

Как и предполагали специалисты, инфляционные издержки девальвации невелики. Импорт за счет валюты, приобретенной на основной сессии, составил за шесть месяцев 2000 г. 6,5 % от всего импорта, который в свою очередь при паритетной методике Всемирного банка долларовой оценки ВВП составляет 12% ВВП. Поэтому инфляция, вызванная переходом на единый рыночный курс по прямым затратам должна составить примерно $0,07 \cdot 0,12 \cdot 100 \sim 1\%$. Даже, если взять импортную квоту в 30% от ВВП (т.е. от ВВП, оцененного в долларах по курсу сопоставлений того же Всемирного банка), то непосредственная инфляция составит только $0,07 \cdot 0,30 \cdot 100 \sim 3\%$ (расчёты выполнены на момент, когда официальный курс был завышен на 100%, сегодня он завышен менее чем на 50%, следовательно, инфляционный вклад девальвации на заключительном этапе выхода на единый курс будет совсем мал). Вторая волна инфляции по полным затратам на издержки по импорту, осуществлявшемуся за счет дешевой валюты, пройдет примерно через месяц и сравнима с первой. Энергоносители в стоимости продукции составляют одну пятую. Поэтому, если одна треть или даже половина их вырастет в цене вдвое, то инфляция по полным затратам за счёт девальвации официального курса вдвое составит всего 7 – 10%.

Диаграмма 3

Структура денежной базы



В верности приведенных рассуждений убеждает и затухающая волна инфляции в 2000 г. при девальвации официального курса (см. таблицу 1).

Убеждение, что увеличатся издержки на импорт по бартеру и при закупке за счет собственных средств также было преувеличено. Бартерные цены импортеров потому существенно и выше цен расчетов за СКВ, что в них уже заложена рыночная стоимость валюты. Для производственного импорта за счет собственных валютных средств не имеет значения по какой, но одинаковой цене, оприходован рублевый эквивалент прихода и расхода валюты.

Безусловно постоянная значительная девальвация официального курса негативно психологически воздействует на инфляцию. Девальвацией официального курса могут воспользоваться убыточные предприятия и под этим предлогом в очередной раз повысить цены. Но это другая проблема.

Динамика ставок. В первом полугодии значительное внимание уделялось осуществлению мер, обеспечивающих вывод процентных ставок на денежном рынке на положительный уровень. Основным средством решения данной задачи являлось регулирование ставки рефинансирования. В результате в феврале-июне 2000 г. был обеспечен положительный реальный уровень ставки рефинансирования: февраль - 3,6 процента, март - 7,1 процента, апрель - 4,9 процента, май - 4 процента, июнь - 1,9 процента против минус 2,8 процента в январе 2000 г. В целом за первое полугодие 2000 г. реальная ставка рефинансирования составила 3,1 процента против - 3,5 процента в декабре 1999 г. Учитывая позитивные результаты в динамике реальных ставок и наметившуюся тенденцию снижения темпов инфляции, с 22 июня 2000 г. снижена ставка рефинансирования до 90 процентов годовых.

Этот инструмент инициировал повышение номинальных процентных ставок на депозитно-кредитном рублевом рынке. Так, реальная величина ставки по вновь привлеченным срочным рублевым депозитам в феврале 2000 г. составила 0,2 процента в месяц, в марте - 2,2 процента, апреле - 3,5 процента, мае - 3,4 процента, в июне - 1,7 процента; по вновь выданным рублевым кредитам соответственно - 0,9 процента, 4,3 процента, 3,9 процента, 3,9 процента и 2,1 процента. Существенно увеличились реальные процентные ставки по вновь принимаемым срочным рублевым депозитам населения: до 0,7 процента в феврале, марте, апреле, мае и июне соответственно - до 4,7 процента, 5,1 процента, 5,5 процента и 3,7 процента.

Обеспечение положительного уровня реальных процентных ставок стало одним из важнейших условий нормализации денежно-кредитной сферы, сбалансировало спрос и предложение на кредиты банков, стимулировало ускоренный рост срочных депозитов и повышение за январь-июнь 2000 г. удельного веса данного агрегата в рублевой денежной массе на 2,6 процентного пункта (с 17,7 процента на начало 2000 года до 20,3 процента). При этом срочные рублевые депозиты населения увеличились на 31,1 млрд. рублей (или в 3 раза) при росте депозитов до востребования на 11,8 млрд. рублей (или на 89,5 процента).

Вместе с тем в условиях стабильного рыночного курса белорусского рубля 90-процентная номинальная доходность безусловно долго сохраняться не может.

Увеличенные Национальным банком в 2000г. нормы обязательных резервов до 19 %, если к ним по международным стандартам добавить остатки на корсчетах и кассовую наличность, в Беларуси чрезмерно велики. Вместе с тем из-за различных освобождений (по приросту вкладов населения, по ресурсам, направленным на долгосрочные инвестиции) в среднем они существенно меньше (около 11 % от депозитов банков). Высокие бесплатные резервы у отдельных банков безусловно увеличивают стоимость кредита. У высоких резервов есть один положительный момент – они стимулируют продажу ценных бумаг клиентам (замещение резервируемых депозитов ценными бумагами). В некоторых странах поэтому резервные требования распространяются и на предъявительские ценные бумаги.

Настоятельная задача – снижение норм резервов при едином подходе ко всем банкам и переход к мировым стандартам расчёта (включение кассовых остатков и остатков на корсчетах в Национальном банке). Пер-

вый шаг уже сделан – в виде расчетных кредитов для клиринга. Разумеется, делать это нужно крайне осторожно, чтобы не вызвать резкого роста коэффициента мультипликации. В то же время, по мнению авторов, резервы должны формироваться по всем агрегатам банковских обязательств, входящих в определение денежной массы и только в белорусских рублях. Это позволит более полно контролировать обязательства и денежную массу. Кроме того, в этом случае банки не заинтересованы в спекулятивном понижении курса белорусского рубля. Выигрыш на курсовых спекуляциях будет "съеден" необходимостью пополнения резервов. Вместе с тем по мере финансовой стабилизации снижение норм резервирования – важный инструмент повышения доходности ресурсов банков и снижения стоимости кредитов.

Особое значение для Беларуси с небольшой банковской системой и крупными банками у соседей имеет освоение зарубежного опыта резервирования средств в белорусских рублях нерезидентных банков (например, Бундесбанк иногда устанавливал 100% резервирование). Сегодня остатки белорусских рублей у нерезидентов регулируются административно – разрешениями на импорт за белорусские рубли. Можно снять подобные ограничения, но регулировать остатки у нерезидентов общепринятым в западной практике методом: установление 100% резервирования остатков 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 должны работать в реальном секторе. Дифференциация норм резервов позволит воздействовать на движение капитала. Снижение норм резервирования и размещение резервов на корсчете улучшит функционирование платежной системы.

Операции на открытом рынке. В 2000г. полностью перейти только на расширение денежной базы и совокупной денежной массы посредством операций на вторичном рынке с ценными бумагами полностью не удалось, да и такая цель пока не ставилась.

Во-первых, мала емкость банковского портфеля ценных бумаг (около 43 млрд. ценных бумаг правительства).

Во-вторых, недостаточно развита система стимулирования покупки ценных бумаг банками (системообразующие банки знают, что в налоговые дни удастся перехватить денег у Национального банка).

В-третьих, самое главное, по-прежнему сохранены целевые эмиссионные кредиты Национального банка (прирост ЧВРК за первое полугодие составил 26,7 %).

Поэтому настоятельная задача как до конца этого года, так и в дальнейшем – расширить емкость рынка ГКО и свести практически все эмиссионные операции Национального банка к прямым и обратным сделкам на вторичном рынке ГКО. Важное направление работы Национального банка – повышение заинтересованности банков в работе с ценными бумагами, и в первую очередь благодаря использованию в качестве преобладающего инструмента рефинансирования ломбардных кредитов.

3. Задачи на второе полугодие.

Динамика запланированных на второе полугодие денежно-кредитных индикаторов, будет оказывать существенное воздействие на ситуацию в реальном секторе. Детально обсуждается проблема минимизации последствий ускоренной девальвации белорусского рубля, в то время как на субъекты хозяйствования более существенно воздействуют другие факторы. Точнее, наибольшее влияние на экономические процессы во втором полугодии будут оказывать в зависимости от их решения три следующих проблемы:

1. рост импорта и состояние платежного баланса;
2. состояние рыночного курса белорусского рубля;
3. высокая стоимость национальной валюты.

Поэтому правомерна постановка вопроса о снижении негативного воздействия всех трех вышеуказанных факторов.

3.1. Объем золотовалютных резервов.

Для поддержания курса белорусского рубля после выхода на единый курс существенное значение будет иметь формирование золотовалютных резервов на уровне, обеспечивающих доверие к проводимой валютной политике. Валовые иностранные активы Национального банка (с учетом ожидаемого государственного кредита от Российской Федерации) на конец 3 квартала 2000 г. могут составить 470 млн. долларов США и 500 млн. долларов США на 1 января 2000 г. Для этого необходимо проделать существенную работу по наращиванию золотовалютных резервов. Отчасти этому способствовали меры по выполнению Декрета Президента Республики Беларусь от 15 февраля 2000 г. № 63 «О государственных облигациях и облигациях Национального банка Республики Беларусь, номинированных в свободно конвертируемой валюте, для физических лиц» и указа Президента Республики Беларусь от 16 февраля 2000 г. № 63 «О ценных бумагах Национального банка, номинированных в иностранной валюте». В январе 2000 г. среди юридических лиц размещено на первичном рынке векселей Национального банка, номинированных в иностранной валюте, на 26,1 млн. долларов США. С 31 марта 2000 г. Национальный банк начал размещение ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте, среди физических лиц. В итоге золотовалютные резервы за семь месяцев 2000 года, несмотря на использование их для

текущих народнохозяйственных проблем, выросли. Только чистые иностранные активы органов денежно-кредитного регулирования превысили 100 млн. долларов. Чистые иностранные активы банковской системы по сравнению с прошлым годом также подросли на четверть.

3.2. Стоимость национальной валюты, бюджет и кредитование реального сектора.

Чрезмерно высокая стоимость белорусского рубля при стабильном рыночном курсе создаёт проблему спроса на деньги реального сектора. По мере снижения инфляции цена на деньги должна снижаться и дополняться политикой по стимулированию приобретения товаров отечественного производства.

Умеренно жёсткая кредитная политика, безусловно, усугубила бюджетные проблемы, но они были бы ещё острее, если бы не девальвация официального курса. Постепенный рост налоговых поступлений компенсирует возрастающую потребность в рублевых ресурсах из-за девальвации официального курса. На самом деле девальвация официального курса увеличивает поступления в бюджет. Разрыв в курсах приводил к существенным налоговым потерям по четырем направлениям:

- из-за занижения примерно на 20 млрд. рублей в месяц прибыли экспортеров, не освобожденных от обязательной продажи;
- из-за занижения в балансе всех предприятий-экспортеров рублевой выручки от экспорта. Расчеты показывают, что за счёт девальвации доля налогов в выручке экспортеров возросла почти на 10%.
- из-за возможности завышения затрат импортерами с помощью различных схем. Типична ситуация, что одно и то же предприятие экспортную выручку считает по официальному курсу, т.е. фактически занижает на 200 – 150 % доходы от экспорта, а затраты на импорт, которые возможно осуществлять за счет собственной валюты, с помощью разных схем завышает также на 200 – 150 %. Результат – полный уход от налогообложения.
- от таможенных сборов и тарифов, уплачиваемых по официальному курсу (среднемесячные поступления от таможенных органов, включающие НДС и пошлины, составляют 17 - 18 млрд. рублей).

Переход к единому курсу сделает финансы предприятий прозрачными, упростится контроль их финансовой деятельности. Снижение рентабельности части импортеров, имеющих сегодня доступ к дешевой валюте, очевидным образом равно приросту рентабельности экспортеров, продавших эту валюту.

3.3. Ситуация в банковском секторе.

Если влияние денежно-кредитной политики на реальный сектор зачастую чрезмерно преувеличивается, то ее безусловное влияние на банковскую систему, и особенно на отдельные банки в прессе дискуSSIONируется недостаточно глубоко. Безусловно, во втором полугодии этой проблеме, по-видимому, вынужденно, будет уделяться больше внимания из-за возможных проблем с ликвидностью банков.

Значительная девальвация официального курса требует в переходный период ввести особые методики пересчета товарно-материальных ценностей, уставных фондов банков, некоторые экономических нормативов. Первый шаг уже сделан – издан Декрет № 15. Вместе с тем многие проблемы, которые якобы возникнут при переходе на единый курс, существовали и раньше. Просто эти проблемы станут только явными и прозрачными. Ведь если доллар фактически стоит 1000 белорусских рублей, то уставный фонд банка только на бумаге достиг 2 млн. евро и это все понимали. Равно как из-за официальной переоценки рубля искусственно занижены в балансе отдельных банков инвалютные вклады населения, якобы выполняются некоторые другие нормативы (по ликвидности, платежеспособности). Тем не менее, на переходный период, разумеется, должны быть сделаны послабления. И, возможно, главное из них – по ликвидности банковской системы. Не исключаем, что ускоренная девальвация позволяет перейти к общепринятым алгоритмам расчета обязательных резервов (в резервы включается корсчет и касса), что может быть существенным подспорьем в налоговые дни.

3.4. Динамика реального курса и внешняя торговля.

При разрыве курсов в два-три раза экспорт по официальному курсу для отдельных предприятий был нерентабелен, и некоторые из них ограничивали свои экспортные поставки величиной валютной выручки, необходимой для обеспечения импортом производства. Ускоренная девальвация официального курса позволила увеличить экспорт за шесть месяцев на 24,4% (экспорт за 6 месяцев составил 3524,8 млн. долларов). По предварительным данным среднемесячный экспорт в 2000 году составляет 660-670 млн. долларов, что только на 20-30 млн. долларов в месяц меньше рекордного 1997г. и более чем на 100 млн. долл. больше чем в прошлом году. Дальнейшая девальвация и выход на единый курс – это необходимая макроэкономическая предпосылка и единственный шанс к выполнению национальной экспортной программы. Очевидно, что рост экспорта на 24,4 % за пер-

вое полугодие и примерно на 19-20 % за год – следствие ускоренной девальвации официального курса и выполнения плана мероприятий по реализации национальной экспортной программы.

Сокращение разрыва между официальным и рыночным курсом также благоприятно повлияло на уменьшение объема бартерных операций. Доля экспорта, не предполагающего финансовой оплаты, за пять месяцев уменьшилась с 48,1% в 1999г. до 42,8% в 2000г., аналогично, доля импорта товаров и услуг за этот же период уменьшилась с 53,8% до 39,2%. Особенно значимо уменьшение доли бартера в торговле с Россией по экспорту с 63% до 52% и по импорту с 68,1% до 52%. Множественность курсов и необходимость обязательной продажи стимулировали бартер как одну из схем ухода от обязательной продажи и снижения налогообложения.

К сожалению, вторая причина бартера еще остается – высокая фискальная норма. Производители отдают консолидированному бюджету примерно 40 % ВВП (это не считая социального фонда). Но поскольку это средняя цифра, а примерно половина предприятий имеет налоговые льготы, то налоговый пресс на другую половину составляет не менее 75 % добавленной стоимости, что даже выше, чем в Швеции. Увеличения врата валютной выручки пока не произошло, она осталась практически на уровне прошлого года.

На основании официального курса индекс реального курса за пять месяцев этого года понизился на 8,2 %, в том числе по отношению к российскому на 10,5 %, в то время, как на основании рыночного обменного курса он повысился на 43 % и по отношению к российскому на 28,8 %. По отношению к среднему курсу индекс реального курса изменился не так значительно (возрос на 18,5 % и на 15,7 % по отношению к российскому рублю). Общеизвестно, как чувствительно реагирует экспорт на изменение индекса реального курса. Укрепление среднего реального курса белорусского рубля снижает рентабельность экспортеров. Вместе с тем из-за высокой импортостойкости белорусского производства стимулирующая роль на экспорт и угнетающая на импорт девальвации преувеличена.

Уже сегодня Национальный банк в рамках политики и скользящей привязки должны осуществлять поиск оптимальной траектории курса белорусского рубля по отношению к российскому. Динамика курса должна быть максимально адаптирована к интересам экспортеров при учете возможных ценовых изменений на основной импорт, имеются в виду энергоносители (нефть, газ). Только после определения динамики скольжения, с учетом имеющихся золотовалютных резервов, возможно планировать денежное предложение.

Основной принцип работы монетарных властей – избегать резких колебаний. Реальный сектор может подстроиться под любую динамику: и под девальвацию, и под фиксированный курс, и под некоторое укрепление и т. д. Главное условие – это планомерность проведения кредитно-денежной политики. Поэтому следует ожидать планомерного, медленного снижения номинального курса рубля при его также незначительном реальном ослаблении. То есть снижение номинального курса должно идти несколько большими темпами, чем темпы инфляции.

Важен еще вопрос – как сдерживать потребительский импорт после укрепления реального курса (запланированной в 20 % девальвации рыночного курса может быть недостаточно)? Единое таможенное пространство не позволяет повысить импортные таможенные пошлины. Вместе с тем, арсенал нетарифных мер воздействия на второстепенный импорт широк, вплоть до количественных ограничений квот по группам товаров, как это делает Запад, или местных налогов на оборот с импортных предметов роскоши. Наши исследования показывают, что одно время обсуждавшаяся и часто применявшаяся (недавно в Чехии) мера в виде "импортных рублевых депозитов" в наших условиях приведет лишь к расширению бартера и формированию нового черного курса для импортных операций, подлежащих депозитному резервированию. Другое дело, что с целью сплошного валютного контроля и упрощения функций банков, как агентов валютного контроля, возможно целесообразно банковские гарантии требовать и под более мелкие импортные контракты, чем в 100 тыс. долларов (разумеется, выдавать их должны и белорусские банки) и аннулировать их исключительно после предоставления документов об исполнении контракта. Равно, как по примеру России, целесообразно уменьшить до 7 дней срок от покупки валюты до проплаты контракта.

Уже привычного осеннего обвала курса в 2000 году можно избежать. Для этого необходимо только комплексно воздействовать на все рычаги рублевого воздействия на валюту.

Во-первых, снизить импортостойкость бюджета. Дело в том, что накопленная задолженность бюджета в конце года идет в основном на закупки импортного оборудования. Поэтому важнейший рычаг удерживания курса в сентябре–декабре – селективная работа казначейства, вплоть до моратория на закупку за деньги бюджета импортных автомобилей, мебели, оргтехники и т. п.

Во-вторых, дискутируется вопрос – следует ли в целях унификации с Россией переходить на более высокие нормы продажи валюты после выхода на единый курс. Теоретически рекомендуется стопроцентная продажа валюты, в этом случае меньше остается субъектов хозяйствования, экономически заинтересованных в девальвации. Однако в белорусских условиях это следует делать только после длинного перехода единого и стабильного валютного курса. Когда будет сформировано доверие субъектов хозяйствования к валютной политике.

В-третьих, если произойдут подвижки рыночного курса до выхода на единый курс, то целесообразно 5 рублей ежедневной девальвации официального курса добавлять эти подвижки. Все субъекты хозяйствования должны знать, что если рыночный курс пойдет на сумму x , то официальный курс на следующий день будет девальвирован на $(x+5)$.

В-четвертых, как стерилизовать рублевую массу, эмиссионную Национальным банком на покупку иностранной валюты? Эта опасность с осени из-за значительного превышения (1 млрд. долл. за первое полугодие) импорта над экспортом маловероятна. За семь месяцев Национальный банк увеличил денежную базу за счет покупки валюты примерно на 90 млрд. долларов. И скорее всего в дальнейшем Национальному банку придется уже не покупать, а продавать валюту, при этом заметим, что в силу эффекта мультипликации, чтобы изъять затраченных на покупку примерно 100 млн. долларов 100 млрд. эмиссионных рублей придется потратить при неизменном курсе 200 млн. долларов. В Национальном банке это ясно понимают и предпринимают меры для стабилизации единого рыночного курса на уровне 1200 рублей на конец, т. е. запланирована девальвация всего на 20 %, что необходимо.

В-пятых, переход на единый курс ограничит возможности спекулятивного воздействия на курс. На едином прозрачном рынке курс будет регулировать легче, чем на двух или трех. Поэтому упростятся процедуры воздействия на курс за счет интервенций и других инструментов Национального банка. Уже проведенная в первом полугодии легализация операций с иностранной валютой позволила увеличить объемы конвертационных операций на официальных рынках в 1,5 раза, а на рынке наличной валюты даже в 2,6 раза.

Открытие дополнительных сессий БфВБ, а также работа обменных пунктов по рыночному курсу подорвало экономическую основу функционирования незаконных финансовых компаний, облегчило доступ субъектов хозяйствования к иностранной валюте, а также уменьшило их транзакционные издержки по конвертационным операциям.

Переход на единый стабильный курс оздоровит экономическую ситуацию и главное создаст предпосылки для инвестиционного процесса и здорового экономического роста только в том случае, если будет дополнен жестко контролируемой эмиссией.