

Институт экономики переходного периода

103918, Россия, Москва, Газетный переулок д. 5 Тел./ факс 229 6596, www.iet.ru

Денежно-кредитная политика в посткризисный период

Авторы:

С. Дробышевский

(руководитель проекта)

Д. Левченко

Москва

Март 2001 г.

Оглавление

Оглавление	2
Введение.....	3
§1. Теоретическая модель малой открытой экономики в краткосрочном периоде с кривой LM, представляющей собой функцию от реального курса национальной валюты	5
§2. Динамика российской экономики в 1995–2000 годах с точки зрения модели IS-LM	17
§3. Проблемы денежно-кредитной и валютной политики в России в 1999–2000 годах. 21	
3.1. Общая характеристика и инфляционные процессы в российской экономике	21
3.2. Цели и инструменты денежно-кредитной политики.....	23
3.3. Денежное предложение	27
3.4. Спрос на деньги.....	35
3.5. Динамика обменного курса рубля.....	38
3.6. Банковская система.....	41
§4. Предложения по выбору оптимальной денежно-кредитной политики	49
4.1. Цели и задачи денежно-кредитной политики в текущих условиях	49
4.2. Проблемы и механизмы контроля за движением капитала.....	51
Заключение	58
Приложение. Динамика индикаторов денежного и финансового рынков в августе 1998–2000 годах	1

Введение

Финансовый кризис в августе 1998 года стал переломным пунктом для денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком РФ. На протяжении 1995–1998 годов промежуточной целью денежно-кредитной политики являлось поддержание в рамках установленного валютного коридора динамики номинального курса рубля по отношению к доллару США, который играл роль «номинального якоря» для стабилизации и сдерживания инфляционных процессов. Основными инструментами денежно-кредитной политики в этот период были операции на открытом рынке (покупка-продажа государственных ценных бумаг на вторичном рынке ГКО-ОФЗ) и стерилизующие интервенции на валютном рынке. Отказ в августе 1998 года от политики валютного коридора и введение режима плавающего обменного курса, произошедшее на фоне значительного роста положительного сальдо торгового баланса, вынудили Банк России к выбору новых целей и промежуточных ориентиров в своей политике. При этом денежные власти должны учитывать не только необходимость снижения постдевальвационной инфляции, но и растущий приток иностранной валюты, отсутствие надежных ликвидных финансовых инструментов.

Ограниченность инструментов воздействия на объем денежной массы в обращении вынудили ЦБ РФ использовать, фактически, единственный механизм регулирования денежного предложения – интервенции на валютном рынке. Однако в условиях значительного положительного сальдо торгового (и платежного) баланса данный инструмент работает только в одну сторону – эмиссия рублей за счет покупки избыточного (сверх объема спроса со стороны других участников рынка) предложения валюты на рынке. Для стерилизации денежного предложения Банк России был вынужден пойти на расширение депозитных операций, однако, такая мера является, по сути, искусственной и краткосрочной. Очевидно, что решение проблемы управления денежным предложением требует других решений уже в среднесрочной перспективе. Кроме того, консервация значительных объемов денег повышенной мощности внутри банковской системы не снимает угрозы атаки на курс рубля.

Другим серьезным последствием того, что все инструменты денежно-кредитной политики сведены, фактически, к валютному рынку является усиление давления к ревальвации рубля. С одной стороны, избыточное предложение валюты на рынке толкает номинальный курс рубля в сторону повышения, и Банк России вынужден

расширять объемы рублевых интервенций в целях недопущения повышения реального курса рубля. Однако увеличение денежной эмиссии ведет к ускорению инфляционных процессов в экономике, и повышение реального курса происходит уже за счет более быстрого темпа роста цен по сравнению с темпами снижения номинального курса рубля.

Целью настоящей работы является анализ проблем, с которыми сталкиваются денежные власти России в посткризисный период (1999–2000 годы), и определение условий оптимальной денежно-кредитной политики в настоящих условиях в рамках существующих теоретических подходов.

Для анализа ситуации в экономике России в послекризисный период нами рассмотрена теоретическая модель малой открытой экономики в краткосрочном периоде на основе подхода IS-LM (аналогичная модели Манделла-Флеминга), в которой спрос на деньги положительно зависит от реального курса национальной валюты. Таким образом, в координатах $e - Y$ кривая LM имеет отрицательный наклон. В первой части работы мы рассматриваем предпосылки, при которых существует такая зависимость, а также анализируем сравнительную статику шоков денежно-кредитной и фискальной политики в модели.

Далее мы проанализировали движение экономики России в рамках предложенной модели и подробно рассмотрели процессы, наблюдаемые в денежно-кредитной сфере в России после августа 1998 года, в частности, характер инфляционных процессов, динамика и изменение структуры денежных агрегатов, степень рационарования кредита и поведение денежного мультипликатора, динамика золотовалютных резервов, характер действий ЦБ РФ (операции на валютном рынке, операции на открытом рынке, депозитные операции, резервные требования, ставка рефинансирования), поведение реального курса рубля, аккумуляция избыточной ликвидности в банковской системе, изменение структуры активов и пассивов банковской системы.

На основе выводов из модели и анализа рассматривается ряд предложений по выбору оптимальной денежно-кредитной политики на 2001–2002 годы, исходя из опыта зарубежных стран (в частности, вопросы контроля за движением капиталом и внутренней денежной политики после девальвации).

В приложении приведены динамика основных индикаторов денежно-кредитной и финансовой сферы, а также обзор мер по контролю за движением капитала в странах с переходной экономикой.

Настоящая работа подготовлена в рамках проекта, финансируемого Агентством США по международному развитию (USAID).

§1. Теоретическая модель малой открытой экономики в краткосрочном периоде с кривой LM, представляющей собой функцию от реального курса национальной валюты

Наш анализ основывается на двух традиционных подходах: неокейнсианском подходе (IS-LM) для случая малой открытой экономики (модель Манделла-Флеминга¹) и денежном подходе к платежному балансу². Однако прежде необходимо оговориться, что мы не претендуем на построение принципиально новой модели, а лишь несколько видоизменяем существующие конструкции с целью адаптации их к описанию и анализу специфических условий России конца 90-х годов³.

В модели Манделла-Флеминга уравнение кривой IS записывается как сумма компонентов национального дохода, а уравнение кривой LM – как функция от дохода и ставки процента (поскольку в краткосрочном периоде цены рассматриваются как жесткие, различие между номинальной и реальной ставками процента не проводится).

$$Y = Y(A, T, r, G, e)$$
$$\frac{M}{P} = LM(Y, r)$$

+ - - + -
+ -

где Y – национальный доход, A – автономный уровень потребления, P – уровень цен, T – налоги, r – ставка процента, G – государственные расходы, e – реальный курс национальной валюты, M – номинальная денежная масса, знаки отражают направление зависимости.

Автономный уровень потребления и налоги оказывают влияние на выпуск через потребление, процентные ставки – через инвестиции, объем государственных расходов принимается экзогенным, реальный курс национальной валюты влияет на величину чистого экспорта. Спрос на деньги зависит от объема выпуска и процента.

Для целей нашего исследования мы несколько видоизменили предпосылку о характере зависимости, описывающей кривую LM, предположив наличие зависимости

¹ Mundell (1968); Fleming (1962).

² IMF (1977).

³ В качестве примера работ, содержащих переработку подхода IS-LM для решения частных экономических задач можно привести статью Romer (2000).

от реального обменного курса (здесь мы измеряем реальный курс в единицах иностранной валюты за национальную валюту, т.е. высокий реальный курс соответствует случаю дорогой национальной валюты по отношению к национальной валюте):

$$\frac{M}{P} = LM(Y, r, e).$$

В простейшем случае (линейная зависимость по всем переменным) функция LM будет описываться следующим уравнением:

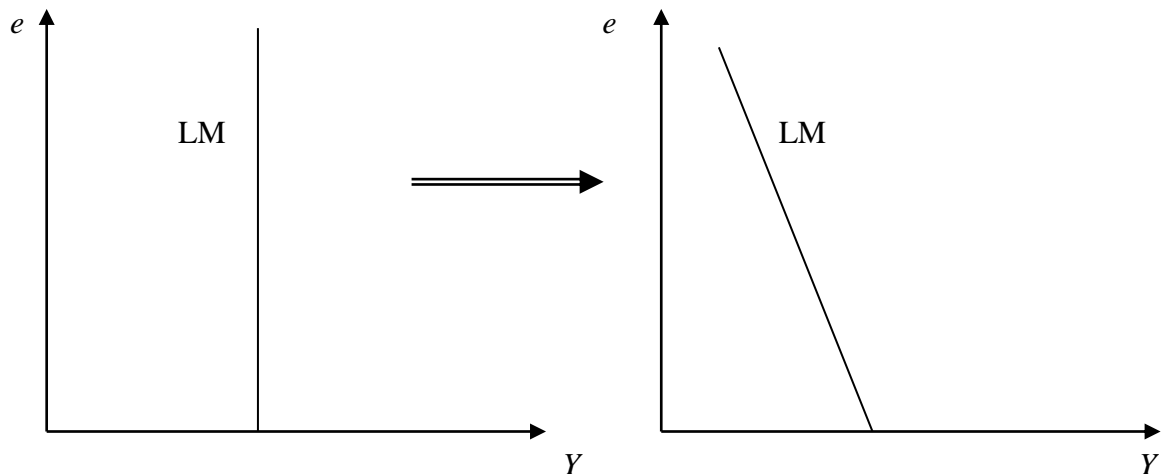
$$\frac{M}{P} = aY - br + fe \Rightarrow$$

$$e = \left(\frac{1}{f} \frac{M}{P} + \frac{b}{f} r \right) - \frac{a}{f} Y,$$

где a, b, f – коэффициенты, отражающие чувствительность спроса на деньги к уровню национального дохода, ставке процента и реальному курсу национальной валюты, соответственно.

Как показано на рисунке 1, в координатах $e - Y$, кривая LM будет иметь отличный вид от традиционного случая, т.е. иметь отрицательный наклон по отношению к оси абсцисс (Y).

РИСУНОК 1.



Таким образом, мы предполагаем, что спрос на деньги зависит не только от процентной ставки, но и от реального курса национальной валюты, причем зависимость – положительная, т.е. более высокому реальному курсу национальной валюты соответствует больший спрос на реальные кассовые остатки. Попробуем обосновать данное утверждение.

Прежде всего заметим, что российская экономика представляет собой двухвалютную экономику, т.е. в экономике обращаются две валюты, выполняющие функции денег, либо некоторые из них (например, средство сбережения или мера стоимости). В такой экономике одна из валют является более стабильной и надежной, не подверженной риску обесценения (в долгосрочной перспективе), поэтому реальное богатство и реальные переменные воспринимаются выраженными в такой валюте.

В то же время, в описываемой модели рассматривается спрос на реальные кассовые остатки в национальной валюте. Увеличение или снижение спроса на деньги в модели может соответствовать ситуациям как изменения совокупного спроса на кассовые остатки в экономике (как в национальной, так и в иностранной валюте), так и замещения одной валюты другой. Например, рост спроса на деньги будет описывать ситуацию вытеснения иностранной валюты, т.е. дедолларизацию экономики. Предпосылка о возможности замещения валют в рамках одной двухвалютной экономики является ключевой для дальнейшего понимания положительной зависимости между спросом на деньги и реальным курсом национальной валюты.

В российской экономике функцию средства платежа преимущественно (и легально) выполняет национальная валюта. Обращение долларов как средства платежа, фактически, ограничено теневой экономикой (не рассматриваемой в рамках подобных моделей) и узким кругом операций по покупке дорогостоящих товаров (например, жилье, вторичный рынок автомобилей и т.д.), оборот которых в общем объеме транзакций относительно мал. В модели мы также предполагаем, что для осуществления транзакций (потребления) экономические агенты могут использовать только национальную валюту, иностранная валюта должна быть предварительно конвертирована в национальную валюту.

Однако мы предполагаем, что экономические агенты могут хранить свои сбережения в двух формах: либо в наличной национальной валюте, либо в наличной иностранной валюте. Наличная иностранная валюта играет в таком случае роль ценных бумаг или депозитов (как альтернативы хранению наличных кассовых остатков) в традиционных моделях.

Также предположим, что текущие доходы экономических агентов выражены в национальной валюте. Эта предпосылка распространяется и на ситуацию, когда номинальная сумма зарплаты или других доходов выражена в долларах, но экономические агенты непосредственно получают на руки рубли.

Следовательно, в каждый момент времени спрос на деньги (рублевые реальные кассовые остатки) определяется как распределением текущих поступлений, направляемых на потребление и сбережение, так и реструктуризацией портфелей (сбережений) экономических агентов.

Рассмотрим теперь влияние реального курса национальной валюты на спрос на деньги с точки зрения влияния реального обменного курса на каждый из трех основных мотивов спроса на деньги (транзакционный, предосторожности и спекулятивный).

С точки зрения транзакционного мотива спроса на деньги, рост реального курса рубля означает повышение реального (в долларовом выражении) богатства экономических агентов и более высокую покупательную способность имеющихся в их распоряжении рублевых кассовых остатков. Такой вывод следует, во-первых, из предпосылки о том, что текущие доходы экономических агентов выражены в рублях; во-вторых, это справедливо в предположении о том, что значимая часть всех сбережений хранится в национальной валюте, и, в-третьих, мы предполагаем, что на высока доля импортных товаров на внутреннем рынке, цены которых фиксированы в долларах. Таким образом, рост реальных кассовых остатков при увеличении реального курса национальной валюты происходит вследствие эффекта богатства.

Аналогичные причины стимулируют спрос на реальные рублевые кассовые остатки из мотива предосторожности. Положительный эффект богатства расширяет возможности потребления и, соответственно, увеличивает неопределенность в размере предстоящих покупок, что заставляет держать больший объем средств в форме национальной валюты, либо устраняет необходимость конвертации текущих денежных потоков в иностранную валюту.

С точки зрения спекулятивного мотива, рост реального курса национальной валюты означает снижение реальной рублевой доходности и увеличение риска потерь по валютным финансовым активам и отрицательный рублевый процент на наличную иностранную валюту, издержки хранения иностранной валюты возрастают. В предположении об адаптивном характере ожиданий значительной части экономических агентов переход на более высокий уровень реального курса национальной валюты означает формирование ожиданий дальнейшего роста реального курса⁴. Такие ожидания приводят к изменению пропорций между рублевой и валютной частью денежной массы в пользу рублевых кассовых остатков. Таким образом, при

⁴ Данная гипотеза может быть подтверждена процессами замещения валют в российской экономике как в 1995, так и в 1998 годах.

удорожании национальной валюты наблюдается дедолларизация экономики, перевод большей части сбережений в национальную валюту. Поскольку для оценки спроса на деньги обычно используются широкие денежные агрегаты, реструктуризация портфелей означает увеличение доли не только депозитов и наличных денег в национальной валюте, но и внутренних финансовых активов (например, номинированных в рублях ценных бумаг), в том числе со стороны иностранных инвесторов.

Таким образом, высокий реальный курс национальной валюты означает, что издержки хранения национальной валюты в наличной форме низки по отношению к хранению наличной иностранной валюты (ситуация аналогичная низкой процентной ставке в традиционных моделях), и спрос на деньги будет расти. Соответственно, низкий реальный курс национальной валюты соответствует высоким процентным ставкам, высоким издержкам хранения национальной валюты в наличной форме и снижению спроса на деньги.

Так как повышение реального обменного курса увеличивает спрос на реальные кассовые остатки, для поддержания спроса на деньги на некотором уровне, соответствующем фиксированному предложению денег, объем национального дохода должен сократиться.

Для более наглядного представления влияния реального курса национальной валюты на движение вдоль кривой LM и ее перемещения рассмотрим изменения отдельных компонентов, определяющих реальный курс (номинальный обменный курс и инфляцию).

Предположим, что цены жесткие, в тоже время номинальный обменный курс рубля растет (например, под влиянием положительного сальдо торгового баланса или притока иностранного капитала). Реальный курс рубля будет также расти, т.е. иностранные товары (либо товары, цены которых номинированы в иностранной валюте) становятся более дешевыми и доступными, хранение наличной иностранной валюты приносит отрицательный процент, равный темпу роста номинального курса рубля. Соответственно, как описано выше, спрос на рублевые кассовые остатки возрастает по всем трем мотивам. Поскольку в данном случае мы не рассматриваем изменения в денежно-кредитной политике, движение происходит вдоль кривой LM, т.е. с ростом номинального и реального курсов снижается объем выпуска.

В обратной ситуации, когда номинальный курс рубля падает (например, благодаря накоплению центральным банком золотовалютных резервов или

дополнительному спросу на валютном рынке со стороны министерства финансов для осуществления выплат по внешнему долгу), реальный курс рубля будет снижаться. Соответственно, по отношению к рублевым кассовым остаткам будет иметь место отрицательный эффект богатства (хотя процент по рублевым активам будет повышаться, достигая в пределе темпов падения номинального курса национальной валюты, основная стоимость рублевого актива снижается), потребление товаров сокращается. Одновременно, в предположении о преимущественно адаптивных ожиданиях экономических агентов, рублевые кассовые активы теряют привлекательность из спекулятивного мотива и мотива предосторожности (поскольку агенты для удовлетворения случайных колебаний в потреблении предпочитают держать иностранную валюту), доля иностранная валюты в портфелях увеличивается. Следовательно, спрос на деньги (в национальной валюте) снижается. Так же как и в первом случае движение происходит вдоль кривой LM, т.е. со снижением номинального и реального курсов растет выпуск.

Теперь предположим, что денежные власти поддерживают фиксированный номинальный курс национальной валюты, и изменения реального курса происходят за счет движения цен. В этом случае, поскольку цены экзогенны в модели, мы наблюдаем не движение вдоль кривой LM, а ее сдвиги. В частности, рост цен будет означать снижение реальных кассовых остатков (в предположении, что номинальная денежная масса осталась неизменной), т.е. сдвиг всей кривой LM по направлению к началу координат, несмотря на рост реального курса национальной валюты. Экономическая интерпретация этого результата может быть следующей: экзогенный рост цен снижает реальное богатство экономических агентов, выраженное в обеих валютах, кроме того инфляция увеличивает неопределенность и риск, связанный с изменением покупательной способности национальной валюты, и риск девальвации. Увеличение рисков повышает альтернативную стоимость хранения денег (национальной валюты), аналогично ситуации роста процентной ставки. Таким образом, спрос на реальные кассовые остатки в национальной валюте будет ниже по сравнению с первоначальной ситуацией при любом уровне реального обменного курса (т.е. вдоль новой кривой LM).

В случае экзогенного снижения цен происходит сдвиг кривой LM вправо вверх, спрос на деньги (в национальной валюте) будет выше по сравнению с первоначальной ситуацией при любом уровне реального обменного курса.

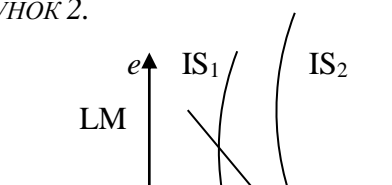
Аналогичная ситуация наблюдается в условиях одинакового роста (снижения) цен и номинального обменного курса. Благодаря изменениям в уровне цен кривая LM (при

условии неизменности номинальной денежной массы) сдвигается влево или вправо, и спрос на деньги меняется, несмотря на то что реальный курс остается постоянным.

Эмпирическое подтверждение высказанных гипотез на основе данных о российской экономике сильно затруднено, так как информация об изменении структуры спроса на деньги между рублевой и долларовой составляющей касается, в значительной степени, теневого или нерегистрируемого оборота валюты, надежные источники информации отсутствуют. Косвенными факторами, свидетельствующими в их пользу, могут являться более высокая доля расходов на покупку иностранной валюты в общем объеме расходов населения до августа 1998 года (т.е. когда курс рубля был высок) при снижающейся доле депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов, последнее наблюдение само по себе и наблюдения авторов из повседневной жизни до и после августовского кризиса 1998 года. В частности, доля расходов населения, идущая на покупку иностранной валюты, превышала 20% в 1997 году, но упала после августовского кризиса до 7–9%⁵. В то же время, доля депозитов населения в иностранной валюте в общем объеме депозитов за период с июня 1995 года по январь 1998 года снизилась с 38% до 22%, но выросла после августовского кризиса до 45%. Процесс дедолларизации экономики России по мере роста реального курса рубля описан в ряде работ Мирового банка и других исследователей (например, Easterly, Wolf (1995); Sahay, Vegh (1995)).

Особенностью нашего варианта модели IS-LM является возможность существования множественного равновесия в краткосрочном периоде. Как показано на рисунке 2, в зависимости от расположения кривой IS возможны три случая равновесия – E_1 и E_2 или E_3 ⁶.

РИСУНОК 2.



⁵ Данный показатель включает, в том числе, покупку валюты «челноками» для приобретения импортных товаров. Таким образом, он лишь частично отражает объем расходов на покупку валюты с целью сбережения. Падения показателя после августовского кризиса может также быть в значительной мере связано со снижением объема импорта.

⁶ Для простоты изображения и наглядности мы рассматриваем здесь случай линейной функции для кривой LM и функции с постоянной эластичностью для кривой IS. Тем не менее, наши выводы остаются справедливыми и для более общего вида кривых. В случае, если обе кривые являются линейными функциями, на рынке существует только одно равновесие, но интерпретация равновесия будет аналогична приведенной нами в зависимости от соотношения углов наклона обеих кривых.

E_1

E_3

E_2

Y

Интерпретация равновесий может быть следующей. Равновесие E_1 , характеризуемое высоким реальным курсом национальной валюты и низким объемом выпуска, соответствует случаю развития экономики за счет внутренних ресурсов (например, добычи и экспорта сырья или использования золотовалютных резервов): высокий реальный курс национальной валюты позволяет удовлетворять внутреннее потребление за счет импорта, тогда как отечественная продукция неконкурентоспособна⁷ (за исключением, может быть сырья). Вероятно, что в этом случае приток капитала в страну будет положительным, так как высокий реальный курс национальной валюты, низкий объем сбережений и неполное использование капитала способствуют повышению ставки процента в экономике.

Равновесие E_2 , напротив, соответствует случаю поддержания и развития отечественного производства за счет низкого реального курса национальной валюты. При этом объем импорта относительно мал (из-за высокой цены импортных товаров) и имеются хорошие страновые преимущества на мировых товарных рынках за счет относительно низких издержек производства.

Равновесие E_3 соответствует ситуации, в которой кривые IS и LM касаются друг друга, и существует только одно значение реального обменного курса, соответствующее равновесию на финансовом рынке и рынке товаров.

Прежде чем перейти к применению данной модели к анализу ситуации в России, рассмотрим сравнительную статику в модели при изменении экономической политики, в частности, последствия шоков бюджетной и денежно-кредитной политики.

Важное отличие рассматриваемой модели от традиционного подхода заключается в том, что последствия мер экономической политики будут различным в зависимости

⁷ В том числе, на внутреннем рынке.

от начального состояния экономики, т.е. в каком из равновесий она находится в первый момент.

Для целей дальнейшего исследования несколько упростим модель, убрав из рассмотрения процентную ставку:

$$Y = Y(A, T, G, e)$$
$$\frac{M}{P} = LM(Y, e)$$

Данное допущение сделано на основе предпосылки о том, что в условиях переходной экономики процентные ставки не играют отводимой им в теории экономической роли. Во-первых, в условиях высоких рисков кредитования реального сектора, слабых механизмов информента и низкого уровня капитализации банковской системы кредитование в значительной степени ратионируется, процентная ставка по кредитам не отражает фактические ограничения на заимствования. Во-вторых, доверие к банковской системе низко, процентные ставки по депозитам, преимущественно, отрицательные, ликвидность вкладов как правило низка (существуют ограничения на досрочное изъятие депозитов, отсутствуют чековые счета, хождение пластиковых карточек широко не распространено). Таким образом, процентные ставки не могут в полной мере выступать в качестве альтернативной стоимости хранения наличных средств, в первую очередь, для наличной иностранной валюты.

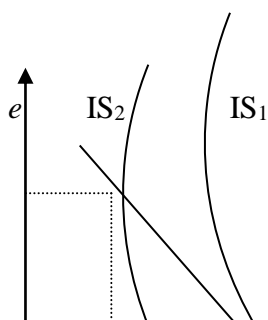
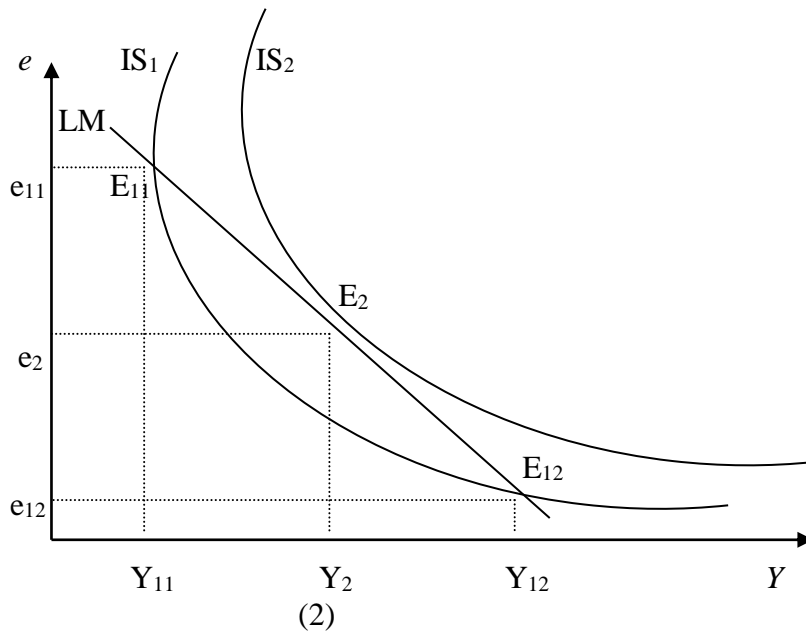
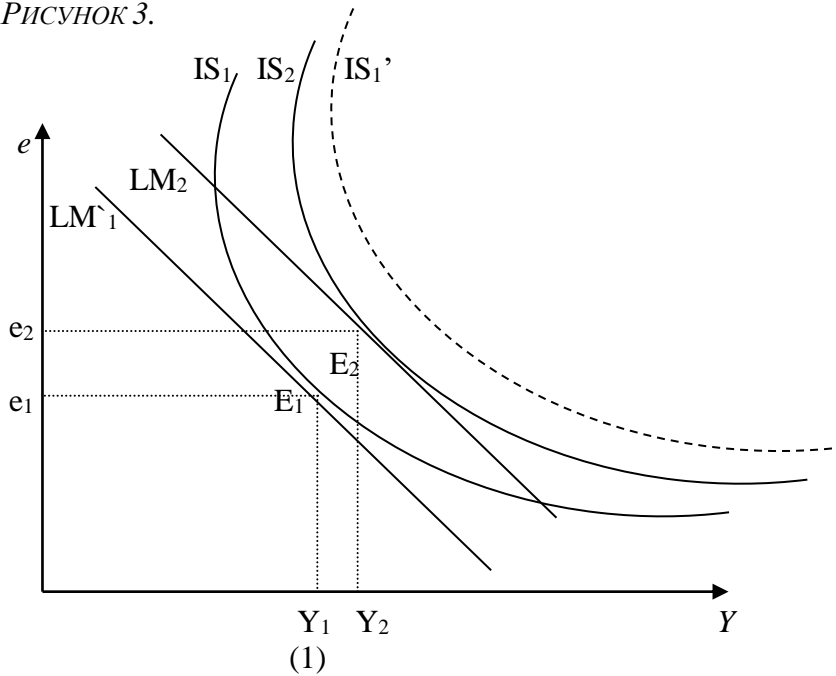
Таким образом, в качестве эндогенных переменных в модели выступают объем выпуска и реальный курс национальной валюты. Экзогенными переменными являются цены⁸, государственные расходы и денежное предложение.

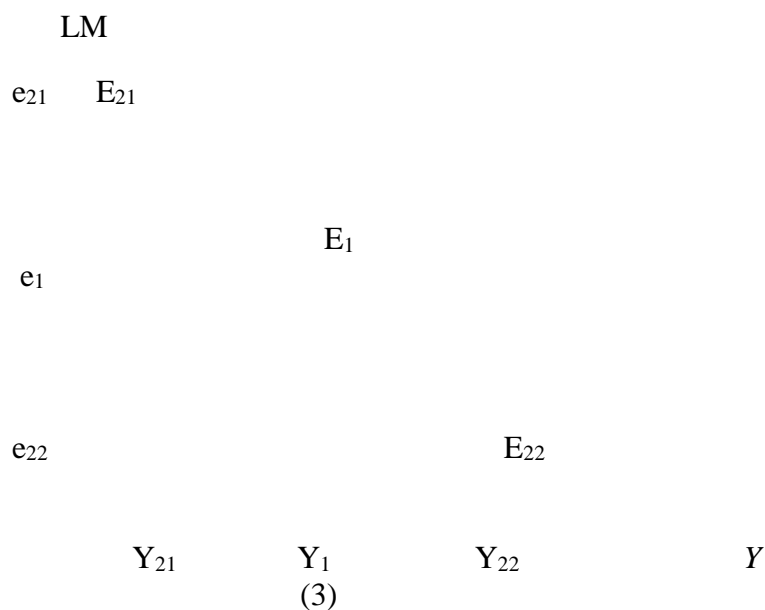
Рассмотрим влияние бюджетной политики. Сначала предположим, что экономика находится в точке единственного равновесия E_1 (рисунок 3.1). В этом случае экспансионистская бюджетная политика, изображаемая сдвигом кривой IS вправо вверх, приведет к образованию разрыва между спросом на реальные кассовые остатки и денежным предложением (кривая IS_1') при любых значениях реального курса. Это соответствует скачку процентных ставок при агрессивной государственной политике заимствования на финансовом рынке, недостатку платежных средств в реальном секторе экономики, т.е. на графике точка пересечения кривых IS и LM будет отсутствовать. Однако со временем кривые начнут двигаться в направлении друг к другу ($IS_1' \rightarrow IS_2$, $LM_1 \rightarrow LM_2$): кривая IS сместится влево вниз из-за сокращения

⁸ В том числе, в том смысле, что они жесткие.

инвестиций, а кривая LM сместится вправо вверх из-за снижения цен, либо роста денежной массы вследствие притока капитала из-за рубежа (при свободном движении капитала). Новое равновесие установится в точке E_2 , характеризующейся более высоким реальным курсом национальной валюты и более высоким объемом выпуска.

РИСУНОК 3.





Если же экономика первоначально находится в одном из состояний множественного равновесия, то последствия бюджетной экспансии будут зависеть от того, из какого равновесия началось движение (см. рисунок 3.2). Предположим, что увеличение государственных расходов таково, что его достаточно для вывода экономики в состояние единственного равновесия⁹. Так, если первоначально экономика находилась в точке E_{11} , то бюджетная экспансия, осуществляемая за счет повышения налогов, вызовет снижение частного потребления и частных инвестиций, а также рост чистого экспорта. Последнее объясняется тем, что при высокой доле импортных товаров на внутреннем рынке, снижением потребления означает сокращение спроса на импорт. Следовательно, объем выпуска будет расти (точка E_2).

Повышение налогов также означает сокращение чистой (после налогообложения) нормы прибыли в экономике. Соответственно, инвестиционная привлекательность экономики будет низка и реальный курс национальной валюты снизится из-за оттока капитала из страны.

Если экономика находится в точке E_{12} , где доля импорта на внутреннем рынке низка, рост государственных расходов, осуществляемый за счет повышения налогов, ударит через снижение потребления, в большей степени, по спросу на отечественные товары. Следствием этого станут снижение объема выпуска и рост реального курса национальной валюты.

⁹ Если рост государственных расходов недостаточен, то рассуждения и движения из начальных равновесий аналогичны, но в конце перехода снова возможны два равновесия.

Наконец, в случае сокращения государственных расходов в единственном равновесном состоянии¹⁰ (рисунок 3.3, точка E_1), конечный пункт траектории может быть двояким, и зависит от восприятия экономическими агентами серьезности принимаемых правительством мер¹¹. Если экономические агенты рассматривают ужесточение бюджетной политики как временную меру, то в этом случае большая часть дополнительного дохода, оставшегося в их распоряжении после снижения налогов, будет потрачена на текущее потребление, в первую очередь, на потребление иностранных товаров. Так как прирост частных сбережений не компенсирует падения бюджетных ресурсов для государственных инвестиций, суммарный объем инвестиций в экономике сократится. Таким образом, ужесточение фискальной политики, воспринимаемое экономическими агентами как временное, ведет к снижению выпуска при повышающемся реальном курсе национальной валюты. Экономика перемещается в точку E_{21} .

В случае, если экономические агенты верят в долгосрочность принятых мер по снижению фискальной нагрузки, их эффект будет другим. Во-первых, большая часть дополнительных располагаемых доходов будет направлена на сбережения, предложение инвестиционных ресурсов увеличится, снижая ставку процента. Последнее, в свою очередь, вызовет рост частных инвестиций в экономике, отток иностранного капитала и снижение спроса на национальную валюту на валютном рынке, увеличение экспорта (из-за снижения издержек производства). Таким образом, экономика переместится в точку E_{22} , характеризующую высоким объемом выпуска и низким реальным курсом национальной валюты.

Аналогичные рассуждения могут быть применены к анализу последствий ограничительной и экспансионистской денежно-кредитной политики, мы опускаем их для экономии места. В таблице 1 представлены конечные эффекты шоков экономической политики, в зависимости от начального состояния экономики. Необходимо отметить, что в неравновесных состояниях ужесточение бюджетной политики или денежно-кредитная экспансия могут вести в любое из двух новых неустойчивых равновесных состояний, в зависимости от субъективных факторов,

¹⁰ Случай ужесточения бюджетной политики при нахождении экономики в одном из множества равновесных состояний менее интересен, так как в экономике снова возможно множественное равновесие.

¹¹ Гипотеза о различной реакции экономических агентов на ужесточение фискальной политики в зависимости от восприятия ими долгосрочности предпринимаемых мер находит подтверждение в исследовании МВФ (IMF, 1995).

неучитываемых в модели (институциональные условия, изменения предпочтений, конъюнктуры и т.д.)

ТАБЛИЦА 1.

Начальное состояние и меры	Y	e
Едиственное равновесие		
Рост государственных расходов	↑	↑
Сокращение государственных расходов		
- временное	↓	↑
- постоянное	↑	↓
Денежно-кредитная экспансия		
- временная	↓	↑
- постоянная	↑	↓
Денежно-кредитная рестрикция	↓	↓
«Верхнее» множественное равновесие		
Рост государственных расходов	↑	↓
Сокращение государственных расходов	?	?
Денежно-кредитная экспансия	?	?
Денежно-кредитная рестрикция	↑	↓
«Нижнее» множественное равновесие		
Рост государственных расходов	↓	↑
Сокращение государственных расходов	?	?
Денежно-кредитная экспансия	?	?
Денежно-кредитная рестрикция	↓	↑

§2. Динамика российской экономики в 1995–2000 годах с точки зрения модели IS-LM

Теперь мы попытаемся проанализировать развитие ситуации в экономике России в 1995–2000 годах, а также возможные перспективы денежно-кредитной политики в краткосрочной перспективе в терминах предложенной нами теоретической модели открытой экономики.

В начальный момент (1995 год, введение валютного коридора) экономика находилась в точке равновесия E_0 (рисунок 4), характеризуемой реальным курсом рубля e_0 и уровнем выпуска Y_0 . Введение валютного коридора, отрицательная рублевая доходность на валютные активы, распространение неденежных форм расчета и

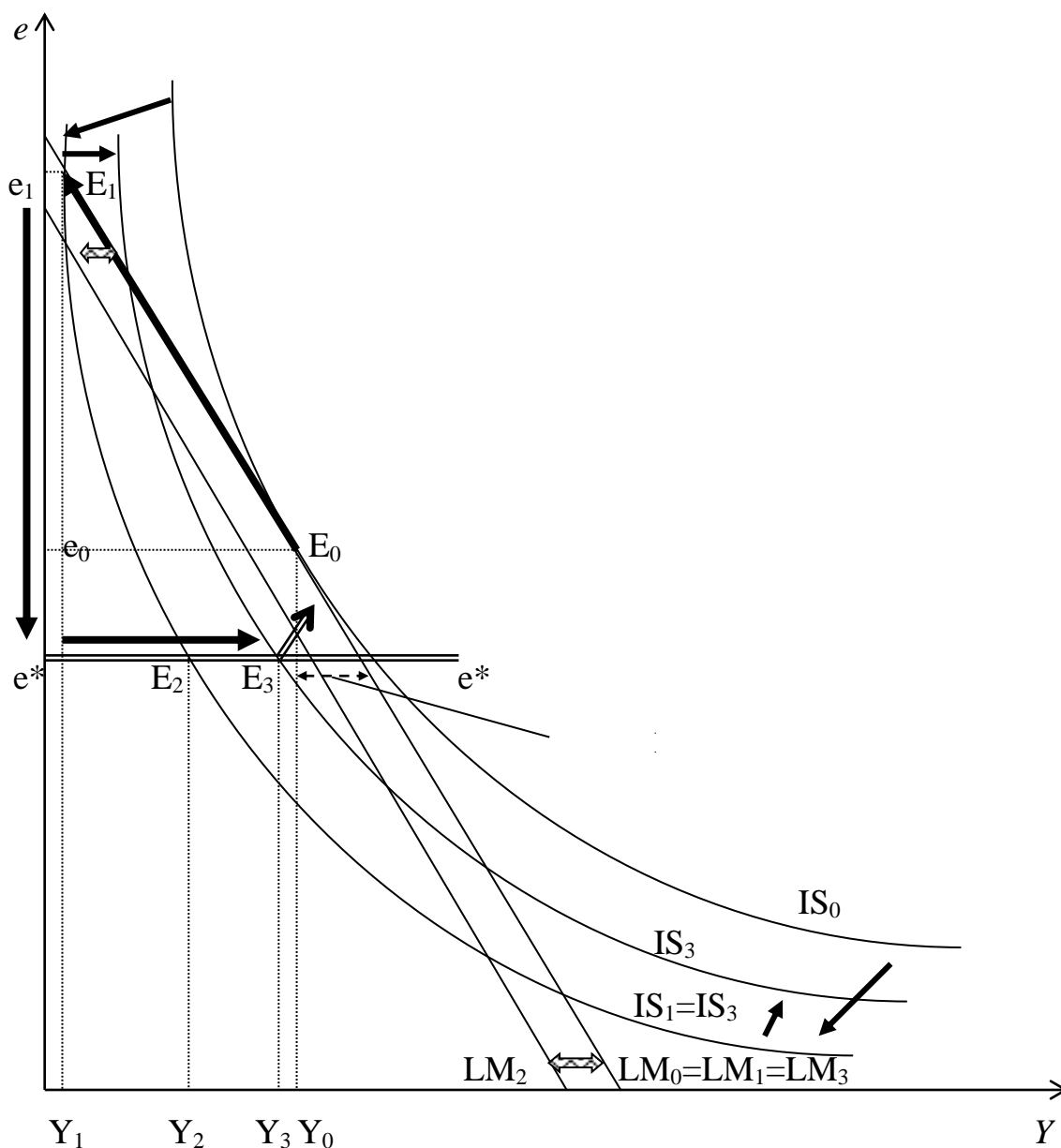
неплатежей, развитие рынка государственных ценных бумаг инициировали сдвиг кривой IS из положения IS_0 в IS_1 . Механизм сокращения совокупного спроса в экономике работал через сокращение инвестиций (в реальном секторе, в том числе за счет инвестиций на рынке ГКО-ОФЗ), снижение объема государственных расходов (в реальном выражении, за счет сокращения избыточных обязательств государства и низкой собираемости налогов), уменьшение чистого экспорта (как за счет роста импорта, так и в результате снижения экспорта при падении цен на нефть и газ).

Реальная денежная масса не сокращалась (мы принимаем это положение для упрощения графической интерпретации, в действительности она росла) и в нашей модели это соответствует перемещению вдоль LM_0 к точке верхнего равновесия E_1 .

Новое положение экономики (достигнутое к 1998 году) характеризовалось значительно более высоким реальным курсом рубля e_1 и низким объемом выпуска Y_1 . Однако из-за переоценки курса рубля в данном равновесии российская экономика оказалась чрезвычайно уязвима к внешним и внутренним шокам.

Угроза дальнейшего сокращения совокупного дохода (при отрицательном чистом экспорте и кризисе государственных финансов) и формирование негативных ожиданий экономических агентов (формирующихся под влиянием политических событий и мирового финансового кризиса) оказались причиной такого шока. Таким образом, внешние факторы (девальвация рубля в результате спекулятивной атаки на рубль) по отношению к рассматриваемым в модели вызвали экзогенное воздействие на реальный курс национальной валюты, что соответствует в нашей модели падению вдоль кривой IS_1 до уровня e^* . Денежно-кредитная политика была в достаточной степени жесткой, и при всплеске инфляции объем реальных кассовых остатков в экономике сократился, т.е. кривая LM сместилась из положения LM_0 в положение LM_2 . Равновесие не было достигнуто (т.е. уровень e^* остался выше уровня реального курса, соответствующего нижнему равновесному состоянию), объем выпуска в экономике вырос до Y_2 . В то же время, разрыв между кривыми IS_2 и LM_2 отражает неравновесие на денежном рынке, наличие избыточной ликвидности в экономике при данном уровне реального курса. В условиях свободного перемещения капитала и отсутствия ограничений на вложение в иностранную валюту этот разрыв был ликвидирован за счет наращивания иностранной позиции банковской системы, продажу избыточной рублевой массы центральному банку в обмен на валюту.

РИСУНОК 4.



В дальнейшем (т.е. на протяжении 1999–2000) года обе кривые смещались вправо вверх. Сдвиг кривой IS в положение IS_3 объясняется увеличением чистого экспорта (благодаря росту цен на нефть и снижению импорта), активизацией инвестиционной деятельности предприятий (инициируемой возросшей прибыльностью и спросом на отечественные товары) и повышением государственных расходов (из-за увеличения доходов бюджета за счет предприятий-экспортеров и повышения собираемости налогов). Смещение кривой LM (как было показано во второй части объем реальных кассовых остатков вернулся на докризисный уровень, т.е. LM_3 совпадает с LM_0) под действием факторов, подробно рассмотренных во второй части (отсутствие возможностей стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке, увеличение

доли расчетов «живыми» деньгами, рост прибыльности предприятий-экспортеров и т.д.)

Таким образом, экономика хотя и перешла в точку E_3 с более высоким объемом выпуска (Y_3), но равновесие не было достигнуто. При текущем реальном курсе по-прежнему существует разрыв между равновесными значениями совокупных расходов и реальных кассовых остатков, т.е. избыточная ликвидность (на графике обозначена как LM^e), процентная ставка крайне низка. Как уже было сказано выше, при свободном движении капитала равновесие могло бы быть достигнуто, например, за счет вложения избыточных денежных средств за границу, где процент выше. Однако ограничения на свободу передвижения капитала препятствуют этому, и избыточная ликвидность продолжает существовать¹².

Анализ текущей ситуации показывает, что в настоящий момент происходит дальнейшее движение вверх вправо (обозначено на рисунке стрелочкой), т.е. увеличения выпуска при некотором реальном удорожании рубля. Для прихода экономики в устойчивое равновесное состояние необходимо достигнуть сближения кривых IS и LM в точке их касания. С точки зрения политики государства в краткосрочной перспективе наибольший интерес представляют возможности денежно-кредитной политики, т.е. влияние на кривую LM¹³. Далее мы подробнее рассмотрим характер процессов в денежно-кредитной сфере во второй половине 1998 – 2000 годах и условия, необходимые для достижения равновесия, т.е. каков оптимальный выбор денежно-кредитной политики.

¹² Строго говоря, в ситуации фиксированного или predetermined обменного курса движения кривой LM становятся в модели эндогенными, т.е. кривая LM должна моментально «подстроиться» под равновесный объем выпуска, задаваемый обменным курсом и кривой IS. Наличие избыточной ликвидности в нашем случае отражает, таким образом, наличие определенного рода ригидностей, препятствующих быстрому установлению равновесия и изменению объема денежной массы.

¹³ Эффекты фискальной политики более долгосрочные, и лаг между принятием решений и их реализацией больше, чем у денежно-кредитной политики.

§3. Проблемы денежно-кредитной и валютной политики в России в 1999–2000 годах¹⁴

3.1. Общая характеристика и инфляционные процессы в российской экономике

Финансовый кризис в августе 1998 года оказал сильнейшее дестабилизирующее влияние на денежную сферу в российской экономике. Вслед за девальвацией рубля (к январю 1999 года номинальный курс рубля по отношению к доллару США снизился в 3,3 раза по отношению к 1 августа 1998 года, в том числе за сентябрь 1998 года его падение составило около 103%) произошло резкое усиление инфляционных процессов. Так, если за первые восемь месяцев 1998 года прирост индекса потребительских цен не превышал 8%, то на протяжении четырех последних месяцев этого года средний темп роста потребительских цен достиг 14% в месяц. Всего в 1998 году инфляция составила 84,3%.

Наряду с девальвацией рубля и кризисом государственных финансов летом 1998 года произошло резкое обострение банковского кризиса. Девальвация рубля и замораживание государственного внутреннего долга обострили проблемы российских банков, накопившиеся вследствие системных недостатков, присущих отечественной банковской системе и связанных с государственным протекционизмом, плохим качеством менеджмента, принятием банковской системой на себя высоких валютных рисков и т.д. В августе – сентябре расчетный кризис охватил всю банковскую систему. Затруднились платежи между предприятиями. Снизились налоговые платежи предприятий, задерживающиеся в проблемных банках. Практически прекратил свое существование рынок межбанковских кредитов. Население стало изымать свои вклады из банковских учреждений. За вторую половину 1998 года Центральный банк РФ отозвал лицензии у 77 банков, среди которых Инкомбанк (крупнейший российский частный банк), Промстройбанк РФ, Мосбизнесбанк и ряд других банков, входивших на начало августа 1998 года в первую сотню российских банков по размеру капитала.

Финансовая политика, осуществлявшаяся в ноябре – декабре, и интервенции на валютном рынке, позволили уже в начале года снизить темпы инфляции (ниже 3% в месяц с марта 1999 года) и стабилизировать рубль. Рост налоговых доходов, отказ от программы масштабной санации банковской системы позволили уменьшить объем

¹⁴ См. также (ИЭПП, 2000).

эмиссии, несмотря на то, что внешнее финансирование в части кредитов международных финансовых организаций в 1999 году было получено в объеме порядка 1,2 млрд. долларов (т.е. значительно меньше предполагавшихся 4,5 млрд. долл.).

Денежно-кредитная политика Центрального банка РФ в 1999–2000 годах была весьма сдержанной, хотя на протяжении всего периода наблюдались ускорения денежного предложения (см. раздел 3.3. «Денежное предложение»), что было связано, преимущественно, с необходимостью дополнительных рублевых интервенций Банка России на валютном рынке с целью накопления валюты, продаваемой или занимаемой Министерству финансов РФ для осуществления платежей по внешнему долгу РФ.

В целом, на протяжении 1999–2000 годов происходила своеобразная стабилизация темпов инфляции в диапазоне от 1% до 2% в месяц (см. рисунок 5). После резкого снижения темпов роста цен в первом квартале 1999 года, к первому кварталу 2000 года темпы прироста индекса потребительских цен устойчиво замедлялись (за исключением сезонного роста цен в январе 2000 года), достигнув в марте 2000 года 0,6% в месяц. Однако в дальнейшем колебания темпов инфляции усилились, что было связано как с нарушением последовательности в денежно-кредитной политике, так и с догоняющим ростом номинальных издержек производства. Последнее было вызвано ростом цен на топливо, повышением тарифов на услуги естественных монополий, а также усилено тем обстоятельством, что в 1999 году темпы роста цен многих категорий потребительских товаров, общественных услуг и регулируемых тарифов сильно отставали от темпов роста общего индекса потребительских цен, что было вызвано, в частности, политическими причинами (выборы в Государственную Думу, глав ряда субъектов федерации), и в 2000 году этот разрыв начал сокращаться.

Здесь необходимо отметить, что в условиях отсутствия финансовых рынков лаг между моментом увеличения денежной массы и ускорением роста цен укорачивается. Если в 1996 – первой половине 1998 года данный лаг составлял до 9 месяцев¹⁵, то в 1999–2000 годах он сократился¹⁶.

¹⁵ См. отчет по теме «Проблемы моделирования финансовых показателей: цены, обменный курс, процентные ставки, фондовый индекс в российской экономике» в рамках первого этапа совместного проекта ИЭПП и АМР (www.iet.ru).

¹⁶ Мы не располагаем точными оценками лага в послекризисный период, поскольку количество наблюдения пока мало для применения статистических методов. Однако, по нашим оценкам, в 1999–2000 годах он составлял 2–4 месяца.

РИСУНОК 5.



Источник: Госкомстат РФ.

По итогам 1999 года индекс потребительских цен вырос на 36,7%, что соответствует его среднемесячному приросту на 2,64%. Индекс цен на продовольственные товары увеличился на 35,9%, на непродовольственные товары – на 39,2%, на услуги – на 34,0%. В 2000 году инфляция снизилась до 20,2% (или около 1,55% в месяц). По группам товаров динамика цен в 2000 году значительно отличалась от 1999 года. Наиболее высокими темпами в 2000 году росли цены на услуги – на 33,7%, тогда как прирост индексов цен на продовольственные и непродовольственные товары составил, соответственно, 17,9% и 18,5%. Прирост индекса цен производителей в 1999 году составил 67%, а в 2000 году – 31,7%.

3.2. Цели и инструменты денежно-кредитной политики

Прокоммунистическое правительство, возглавляемое Е. Примаковым, пришедшее к власти в сентябре 1998 года, вызвало ожидания серьезных изменений макроэкономической политики. Предполагать инфляционный вариант развития событий можно было на основе многочисленных выступлений видных членов правительства с призывами к усилению вмешательства государства в экономику, компенсации потерь населения от кризиса осени 1998, государственной поддержки банковской системы. Казалось, правительство было готово пойти на открытую конфронтацию с международными финансовыми организациями и иностранными кредиторами.

Однако на практике правительство Е. Примакова проявило необходимую осторожность и, несмотря на давление коммунистов, обеспечило не только принятие, но и реализацию жесткого бюджета на 1999 год при проведении сдержанной денежной политики. Проводимая политика явила собой смесь прокоммунистической риторики и «прагматического либерализма». Еще большей степенью прагматизма можно охарактеризовать политику Правительства РФ, возглавляемого С. Степшиным и В. Путиным.

14 октября 1999 г. на заседании Правительства РФ были рассмотрены Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2000 год, подготовленные Центральным банком России. Согласно этому документу основной целью денежно-кредитной политики на 2000 год должно было стать снижение инфляции при сохранении и возможном ускорении темпов роста ВВП. Банк России подтвердил намерение продолжить реализацию политики плавающего валютного курса. При этом ориентиры планируемых темпов снижения курса рубля или его значения на конец года не были установлены. В документе отмечалось, что динамика курса рубля будет зависеть от целого набора факторов, среди которых наибольшее значение имеет изменение торгового баланса и проблема урегулирования внешней задолженности. По прогнозу Банка России, весьма противоречивое воздействие данных факторов должно было привести, скорее всего, к снижению реального курса рубля.

Среди основных целей политики валютного курса на 2000 год ЦБ РФ определил сглаживание значительных колебаний обменного курса рубля и поддержание золотовалютных резервов на уровне, обеспечивающем доверие к проводимой денежно-кредитной политике и стабильность российской валютно-финансовой системы. Была отмечена необходимость совершенствования действующего механизма обязательного резервирования и его нормативной базы, расширения объема операций ЦБ РФ на открытом рынке и депозитных операций с коммерческими банками. Процентная политика Банка России в 2000 год планировалась лишь опосредованным способом: с помощью контроля за объемом эмиссии и операциями на открытом рынке, хотя вследствие медленного развития внутреннего рынка государственных ценных бумаг, данные меры денежно-кредитного регулирования имели ограниченное значение.

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2000 год содержали два базовых сценария развития экономики в 2000 году. Согласно первому (умеренному) сценарию, прирост денежной массы должен был составить 20–28%, инфляция – около 18–22%, а прирост реального ВВП – от 1 до 2%. Второй

сценарий (оптимистичный) предполагал существенно более высокие показатели роста реального ВВП (6–10%) при незначительном по сравнению с первым вариантом увеличением прироста денежной массы M_2 (32–38% за год) и инфляцией на уровне 25–28%.

«Замораживание» в августе 1998 года рынка государственных ценных бумаг значительно сузило инструментальные возможности ЦБ РФ, в первую очередь, по управлению ликвидностью в краткосрочном периоде. Фактически, на протяжении всего послекризисного периода Банк России осуществлял операции на открытом рынке лишь в форме рублевых и валютных интервенций на валютном рынке. Общий объем эмитированных облигаций Банка России, обращавшихся на рынке в период с сентября 1998 года по февраль 1999 года, не превысил 26 млрд. рублей (т.е. не более 10% по отношению к широкой денежной базе на конец 1998 года)¹⁷, а объем новых ГКО, выпущенных в 2000 году, составил около 13,2 млрд. рублей (около 2% по отношению к широкой денежной базе на середину 2000 года), в том числе суммарный оборот всех ГКО-ОФЗ на вторичном рынке не превышал 3–5 млрд. рублей. В этих условиях единственным инструментом для стерилизации интервенций в распоряжении ЦБ РФ являлись депозитные операции (см. раздел 3.3 «Денежное предложение»). Другим инструментом стерилизации денежного предложения может быть названо накапливание средств на счетах федерального бюджета благодаря профициту федерального бюджета, т.е. изъятие денег из экономики через налоги и неналоговые доходы бюджета¹⁸. За одиннадцать месяцев 2000 года прирост остатков на счетах федерального бюджета превысил 64 млрд. рублей. Таким образом, к началу декабря 2000 года общий объем денег, временно изъятых таким образом из экономики, достиг 103,8 млрд. рублей. Однако в декабре 2000 года остатки на счетах федерального бюджета снизились на 19 млрд. рублей.

12 октября 1999 года Правительство РФ утвердило положение об особенностях эмиссии и регистрации облигаций Банка России. Выпуск данного финансового инструмента должен был дать ЦБ РФ новые возможности управления денежной

¹⁷ Выпуск облигаций ЦБ РФ был приостановлен из-за неурегулированности законодательства.

¹⁸ Необходимо отметить, что возможность использования остатков на бюджетных счетах для изменения объема денежной базы является российской спецификой. Например, в США система аккумулирования и использования бюджетных средств устроена таким образом, что увеличение остатков на счетах или расходование средств на отражаются не изменяют денежную базу. В России, поскольку поступления доходов и расходование средств происходит со счетов федерального бюджета (которые не входят в денежную базу) на счета бюджетополучателей в коммерческих банках, через их корреспондентские счета в ЦБ РФ, и обратно, величина широкой денежной базы изменяется при уплате налогов и при осуществлении расходов бюджета.

массой, в частности, возможность стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке. Однако аукционы по их размещению были проведены только один раз 14 декабря 1999 года, но не были признаны состоявшимися из-за отсутствия спроса по приемлемым для эмитента ценам.

Политика резервных требований достаточно активно использовалась Банком России в 1998 и 1999 годах. Так, с целью преодоления кризиса ликвидности после «замораживания» рынка ГКО-ОФЗ в 1998 году ЦБ РФ трижды снижал резервные требования: с 24 августа 1998 года резервные требования по срочным обязательствам и счетам в иностранной валюте были снижены с 11% до 10%, а по вкладам физических лиц – с 8% до 7%. С 1 сентября 1998 года резервные требования для Сбербанка РФ и кредитных организаций, у которых удельный вес вложений в государственные ценные бумаги (ГКО-ОФЗ) в работающих активах составляет 40% и более, были снижены до 5%, а для кредитных организаций, у которых удельный вес вложений в государственные ценные бумаги (ГКО-ОФЗ) в работающих активах составляет менее 40% – до 7,5%. Унификация резервных требований на уровне 5% по всем видам и валютам обязательств была произведена с 1 декабря 1998 года.

В 1999 году политика резервных требований использовалась Банком России с противоположной целью – для уменьшения свободных ликвидных средств у банков. С 19 марта 1999 года резервные требования по привлеченным средствам юридических лиц были повышены до 7%, а с 10 июня – до 8,5%. Одновременно с 10 июня 1999 года резервные требования по привлеченным средствам физических лиц были увеличены с 5% до 5,5%. Наиболее значимое повышение резервных требований в целях решения краткосрочной задачи – ослабления атаки на рубль – было предпринято зимой 1999–2000 годов. С 1 января 2000 года норматив обязательных резервов по привлеченным средствам юридических лиц был установлен на уровне 10%, а по привлеченным средствам физических лиц – 7%.

Ставка рефинансирования ЦБ РФ в 1999–2000 году носила еще более символический характер, чем в докризисный период. Прекращение операций репо и однодневного рефинансирования первичных дилеров лишило ставку рефинансирования признаков уровня платы за пользование заемными ресурсами. Ее роль как ограничителя доходности на вторичных торгах государственными ценными бумагами (предел равнялся двукратной ставке рефинансирования) имела значение лишь в первые несколько месяцев воссоздания рынка ГКО-ОФЗ. В дальнейшем уровень доходности на рынке был значительно ниже ставки рефинансирования.

На протяжении 1999–2000 Банк России неоднократно снижал ставку рефинансирования, опустив ее с 60% до 25% годовых (см. рисунок 6). Однако ее динамика просто следовала за тенденциями в темпах роста индекса потребительских цен и в уровне ставок по межбанковским кредитам и на рынке государственных ценных бумаг. Осенью 2000 года ставка рефинансирования приняла отрицательные значения в реальном исчислении.

РИСУНОК 6.



Источник: Центральный банк РФ.

3.3. Денежное предложение

Динамика и природа денежного предложения в 1999–2000 годах характеризовались рядом особенностей, которые будут нами рассмотрены ниже. К ним относятся:

- Сильное влияние ситуации на валютном рынке и предложения валюты;
- Рост обеспечения денежной базы золотовалютными резервами;
- Изменения в структуре денежной базы и накопление избыточных резервов внутри банковской системы;
- Снижение денежного мультипликатора;
- Рационирование кредита банками;
- Сокращение лага между денежной экспансией и ускорением инфляционных процессов.

Как видно из рисунка 7, на протяжении 1999–2000 годов можно выделить несколько периодов, с различной динамикой предложения денег: январь – март 1999 года – сдержанная антиинфляционная политика; апрель – июнь 1999 года – денежная экспансия; июль – ноябрь 1999 года – ограничительная денежно-кредитная политика; декабрь 1999 – июль 2000 – наращивание денежной базы и август – декабрь 2000 года – замедление темпов увеличения денежного предложения.

РИСУНОК 7.



Источник: Центральный банк РФ.

Данная непоследовательность в осуществлении денежно-кредитной политики объясняется не только политическими факторами, связанными со сменами Правительства РФ, но и имеет фундаментальные причины. В частности, как мы уже отмечали, ускорение темпов роста денежной базы имеет определенную сезонную цикличность, связанную с неравномерной нагрузкой платежей по внешнему долгу по месяцам года. Весной и осенью, когда Россия выплачивает основную часть платежей по долгу, ЦБ РФ накапливает валюту для кредитования или продажи Министерству финансов РФ, и темпы роста денежной базы увеличиваются. С лагом в три – четыре месяца наблюдается ускорение инфляционных процессов. Кроме того, с осени 1999 года регистрировался максимальный приток валюты от экспортных контрактов. Сохранение 75% нормы обязательной продажи валютной выручки на бирже и отсутствие эффективных инструментов стерилизации привело к быстрому наращиванию денежного предложения в 2000 году.

Как мы уже отмечали, основным источником предложения денег в российской экономике в 1999–2000 годах являлся приток экспортной выручки, трансформирующийся через механизм обязательной продажи 75% выручки на бирже в рубли. Поскольку объем импорта был относительно мал (сальдо торгового баланса в 1999 году составило около 32,3 млрд. долларов, за первые три квартала 2000 года – около 44,5 млрд. долларов США), обязательная продажа валютной выручки означала значительную рублевую эмиссию, которая не компенсировалась покупками валюты под импортные контракты¹⁹. По нашим оценкам, объем избыточной эмиссии (75% от экспортной выручки за вычетом импорта) достиг 11,1 млрд. долларов в 1999 году и 25,6 млрд. долларов США в первом полугодии 2000 года, т.е. до 1 трлн. рублей). Безусловно, для корректной оценки нестерилизованной эмиссии за счет операций Банка России на валютном рынке необходимо учитывать и движения по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами. Однако для оценки эмиссии в первую очередь представляет интерес объем валюты, проданный на бирже в рамках обязательной продажи по экспортным контрактам. Косвенным свидетельством того, что предложение валюты внутри страны значительно превышало спрос на нее с учетом всех внешнеэкономических операций является рост золотовалютных резервов ЦБ РФ.

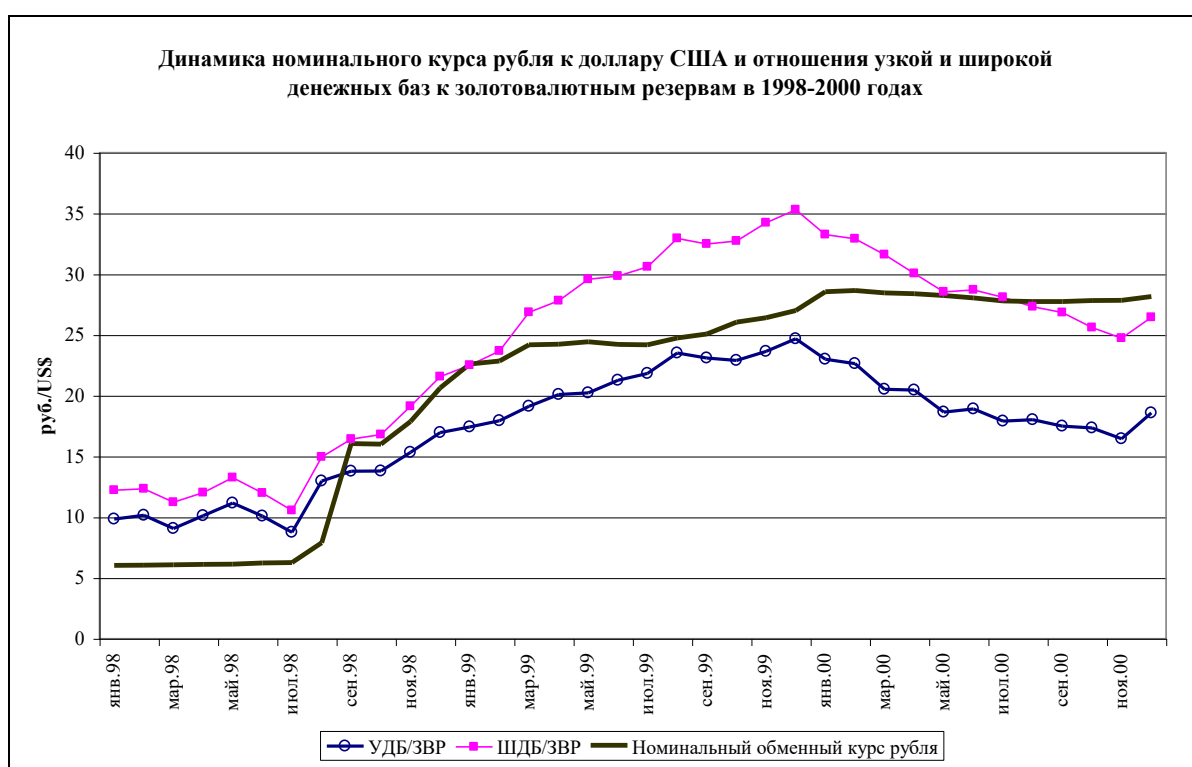
После валютного кризиса в августе 1998 года, к началу 1999 года официальные золотовалютные резервы РФ составляли около 12,2 млрд. долларов, из которых 36% приходилось на относительно низколиквидный актив – золото. В 1999 году, несмотря на положительное сальдо сета текущих операций, из-за оттока средств из страны по счетам капитальных операций прирост золотовалютных резервов составил лишь 250 млн. долларов, и на 1 января 2000 года они достигли 12,5 млрд. долларов США (минимум – около 10,75 млрд. долларов – в марте 1999 года). Доля золота снизилась до 32%.

В 2000 году приток иностранной валюты в страну стал еще более интенсивным (в первую очередь, из-за высокого положительного сальдо торгового баланса), и за год золотовалютные резервы увеличились более чем в 2,2 раза, до 27,95 млрд. долларов США. Последнее превышает на 3,3 млрд. долларов предыдущий максимальный размер резервов, зафиксированный в июне 1997 года). Доля золота к концу 2000 года снизилась до 13%.

¹⁹ Мы не учитываем здесь покупку экономическими агентами валюты для осуществления прочих текущих и капитальных операций, поскольку к этим случаям не относится требование по приобретению

Обеспеченность рубля золотовалютными резервами, характеризующая условную потенциальную возможность выкупа ЦБ РФ всей денежной базы за счет продажи валютных резервов, показана на рисунке 8. Если в 1998 году, до кризиса, условный курс рубля, рассчитанный как отношение денежной базы (узкой или широкой) к золотовалютным резервам, значительно превышал официальный обменный курс, то с сентября 1998 года ситуация изменилась. Отношение узкой денежной базы к золотовалютным резервам отражало более высокий курс рубля по отношению к доллару, чем официальный обменный курс. С августа 2000 года такое соотношение наблюдается и для отношения широкой денежной базы к золотовалютным резервам.

РИСУНОК 8.



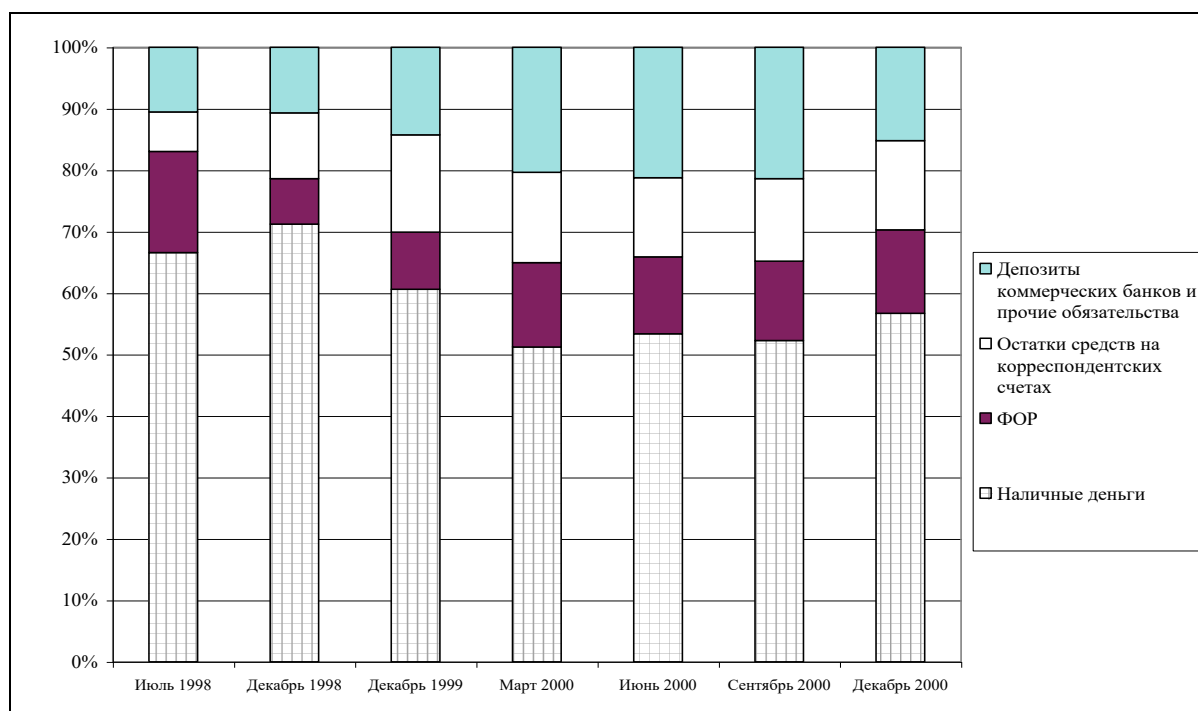
Источник: Центральный банк РФ, расчеты ИЭПП.

В целом за 1999 год узкая денежная база увеличилась на 48,3% (с 207,3 до 307,5 млрд. рублей), широкая денежная база – на 66,8%, с 263,7 до 439,7 млрд. рублей. В 2000 году прирост узкой денежной базы составил 69,0% (с 307,5 до 519,6 млрд. рублей), широкой денежной базы – 68,1% (с 439,7 до 739,2 млрд. рублей). Таким образом, реальный прирост денежной базы за два года достиг 52,5% (для агрегата в узком определении) и 70,6% для агрегата в широком определении.

валюты на валютных биржах, и ЦБ РФ, формально, не обязан осуществлять рублевые интервенции. Поэтому мы оцениваем объем эмиссии по результатам только биржевых торгов.

Источники роста денежной базы, в частности, более быстрого роста данного агрегата в широком определении, можно определить на основе анализа изменений в структуре широкой денежной базы (см. рисунок 9). Доля наличных денег за 1999–2000 годы снизилась с 71,2% до 52–55%, тогда как доля ФОР выросла с 7,4% до 13,6% (в июле 1998 года – 16,5%), доля остатков на корреспондентских счетах – с 10,7% до 14,5% (в июле 1998 – 6,5%), доля депозитов и прочих обязательств – с 10,7% до 15–20% (в июле 1998 года – 10,5%).

РИСУНОК 9.



Источники: Центральный банк РФ, расчеты ИЭПП.

Динамика структуры широкой денежной базы свидетельствует, что в первое время после кризиса произошло резкое сокращение фонда обязательного резервирования (вследствие массового изъятия депозитов из коммерческих банков и снижения нормативов обязательного резервирования). В то же время, увеличилась доля наличных денег в обращении и остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков в ЦБ РФ. В дальнейшем доля наличных денег снизилась и стабилизировалась на уровне несколько выше 50%. По мере восстановления доверия к банковской системе увеличивалась доля ФОР: к концу 2000 года она практически вернулась на докризисный уровень (при более низких нормативах отчислений).

В конце четвертого квартала 2000 года произошло некоторое снижение доли депозитов и прочих обязательств (с 20–21% до 15%) и одновременное повышение доли наличных денег (с 52–53% до 56–57%), что объясняется, по нашему мнению,

сезонными факторами, связанными с увеличением спроса на наличные деньги в преддверии новогодних праздников. В октябре и ноябре 2000 года структура денежной базы соответствовала июню – сентябрю 2000 года.

Таким образом, основной формой прироста денежной базы в послекризисный период стали остатки на корреспондентских и депозитных счетах коммерческих банков в Банке России, т.е. свободные ликвидные средства, не используемые банками для проведения доходных активных операций (в том числе, средства для обслуживания текущих платежей клиентов)²⁰. Суммарная доля данных двух составляющих денежной базы в 1999–2000 годах составляла 30–35%, тогда как в 1997–1998 годах она не превышала 15–20%.

Данная тенденция является следствием нескольких процессов, наблюдаемых в денежной сфере. Во-первых, часть роста остатков на корреспондентских счетах может быть отнесена на необходимость увеличения объема свободных средств, обслуживающих текущие платежи клиентов. С учетом изменения уровня цен за 1998–2000 годы и увеличения доли денежных расчетов между предприятиями и в отношениях с бюджетами всех уровней, объем остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков в ЦБ РФ лишь на немного превышает в реальном выражении уровень первой половины 1998 года²¹.

Во-вторых, отсутствие безрисковых финансовых инструментов, низкая привлекательность существующих финансовых рынков ограничивают возможности коммерческих банков по проведению активных операций. Депозиты в ЦБ РФ в этих условиях замещают, фактически, роль финансовых инвестиций, хотя и приносят низкий процент. В то же время, деньги остаются внутри банковской системы, создавая угрозу атаки на курс национальной валюты при малейшем росте неопределенности и рисков (сдерживаемую только высоким уровнем золотовалютных резервов), но не используются, например, для кредитования реального сектора экономики.

В-третьих, в реальном секторе сохраняются высокие риски при кредитовании предприятий. Фактически, российские коммерческие банки по-прежнему не выполняют роль создания денег в экономике, ратионируют кредит. Данный процесс может быть наглядно показан на основе динамики денежного мультипликатора, рассчитанного на основе отношения M_2 к широкой денежной базе (резервным деньгам, см. рисунок 10).

²⁰ Депозитные операции с ЦБ РФ также отнесены в категорию не доходных операций, так как процент по ним установлен на уровне ниже рыночного.

²¹ Данная точка зрения отражена, в частности, в БЭА (2000).

Снижение денежного мультипликатора началось еще до кризиса, в марте 1998 года, и данная тенденция сохранилась на протяжении 1999–2000 годов. Так, в 2000 году мультипликатор резервных денег опустился до 1,4–1,5 (против 1,95 в феврале 1998 года и 1,75 в сентябре 1998 года). Это свидетельствует о том, что отношение российских коммерческих банков к реальному сектору не изменилось, несмотря на очевидный рост производства и повышение рентабельности предприятий. В экономике сохраняется жесткое rationирование кредита, и в отсутствие финансовых рынков важной сферой деятельности коммерческих банков стало кредитование государства на всех уровнях власти (см. раздел 3.6 «Банковская система»). Необходимо отметить, что во второй половине 2000 года наблюдается некоторый рост денежного мультипликатора (с 1,4 до 1,55), однако, период наблюдения пока мал, чтобы говорить о переломе тенденции.

РИСУНОК 10.



Источники: Центральный банк РФ, расчеты ИЭПП.

Таким образом, можно говорить о своеобразной «загадке» российской экономики, заключающейся в устойчивом падении денежного мультипликатора в послекризисный период, при снижении рисков в экономике, стабилизации инфляции и обменного курса национальной валюты.

Как показано выше, основной причиной дальнейшего падения денежного мультипликатора является увеличение объема избыточных (сверх фонда обязательного резервирования) резервов на счетах в ЦБ РФ. Однако говорить о возможности сокращения денежной базы (в широком смысле) за счет предоставления банкам

возможностей инвестирования в какие-либо активы (кредитование, ценные бумаги) неверно. Банковская система в целом не может изменить объем широкой денежной базы, кроме как за счет операций с центральным банком (в настоящих условиях – за счет атаки на рубль и выкупа части золотовалютных резервов Банка России). Расширение возможностей активных операций может лишь изменить структуру широкой денежной базы за счет перевода части неиспользуемых резервов (остатки на корреспондентских и депозитных счетах в ЦБ РФ) в фонд обязательного резервирования и наличную форму.

Примечательно, что при сохранении доли наличных денег в широких денежных агрегатах на уровне конца 1998 года денежный мультипликатор должен был бы упасть еще ниже.

К настоящему времени, у нас нет однозначного объяснения данной «загадке». В качестве возможных объяснений дальнейшего падения мультипликатора могут быть названы, во-первых, сокращение операций на финансовых рынках (рынок государственных ценных бумаг, межбанковский рынок); во-вторых, отсутствие операций Банка России на открытом рынке (на рынке ГКО-ОФЗ), что не позволяет уменьшить совокупные избыточные резервы за счет покупки ценных у центрального банка. В-третьих, сокращение краткосрочного кредитования реального сектора, поскольку потребность в краткосрочных кредитах под оборотные средства, импортные и торговые операции упала вследствие увеличения объема собственных средств предприятий (см. раздел 3.4 «Спрос на деньги») и сокращения импорта. В то же время, из-за неэффективной системы энфорсмент и низкой финансовой дисциплины долгосрочное кредитование несет чрезвычайно высокие риски, и ситуация в данной области не изменилась.

Отсутствие реально действующих процентных ставок в экономике и рационализация кредита означали отсутствие процентного и кредитного каналов денежной трансмиссии в экономике²². Ситуация в реальном секторе экономики фактически не реагировала на снижение номинальных и реальных процентных ставок, доступность банковского кредита для предприятий низка. Единственным работающим механизмом денежной трансмиссии являлся курсовой канал, связанный с притоком денег в страну на счета предприятий-экспортеров и их продажу (в первую очередь, обязательную часть) на внутреннем валютном рынке Банку России.

²² Аналогичная ситуация наблюдалась во многих странах, испытавших «кризисы-близнецы» – валютный и банковский (см. Garcia-Herrero (1997)).

Расширение денежного предложения за счет покупки центральным банком валюты оказывает, скорее, негативное воздействие на реальный сектор экономики. Денежная экспансия вызывает ускорение инфляционных процессов. В ситуации, когда номинальный курс рубля сохраняется постоянным за счет высокого предложения валюты на рынке, рост внутренних цен ведет к росту реального курса рубля и, соответственно, – к снижению чистого экспорта.

3.4. Спрос на деньги

Одним из важнейших, после оживления экономической активности положительным последствием девальвации рубля в августе 1998 года стало увеличение объемов денежных средств у предприятий, сокращение масштабов неплатежей и снижение доли сделок, обслуживаемых с помощью неденежных форм расчетов. Рост объема оборотных средств в реальном секторе экономики и прохождение денег по всей производственной цепочке обеспечили спрос на продукцию на каждой стадии производства и, таким образом, произошло увеличение агрегированного спроса в экономике в целом.

Источником данного процесса стали предприятия-экспортеры – благодаря росту объемов прибыли, и импортозамещающие производства, улучшившие свое финансовое положение за счет увеличения внутреннего спроса на их продукцию. Впоследствии значительную роль стало играть то обстоятельство, что уровень налоговых поступлений обеспечил большую наполняемость бюджета и исполнение расходных статей в объеме, определенном в законе о бюджете. Отсутствие нарастающей задолженности бюджета экономическим агентам является серьезным фактором, сокращающим масштабы неплатежей в экономике²³.

Начиная с конца 1998 года объем взаимной кредиторской и дебиторской задолженности предприятий в реальном исчислении устойчиво снижался. Таким образом, абсолютный объем номинальных неплатежей возрастал медленнее инфляции. За 1999 год реальный прирост просроченной кредиторской задолженности составил минус 19,3%, а за десять месяцев 2000 года – близок нулю; на протяжении многих месяцев в 1999–2000 годах приросты просроченной кредиторской задолженности были отрицательными. Увеличение платежеспособного спроса и снижение бартера в расчетах между предприятиями подтверждается данными опросов предприятий,

²³ См. отчет по теме «Проблема неплатежей в российской экономике» в рамках второго этапа совместного проекта ИЭПП и АМР (www.iet.ru).

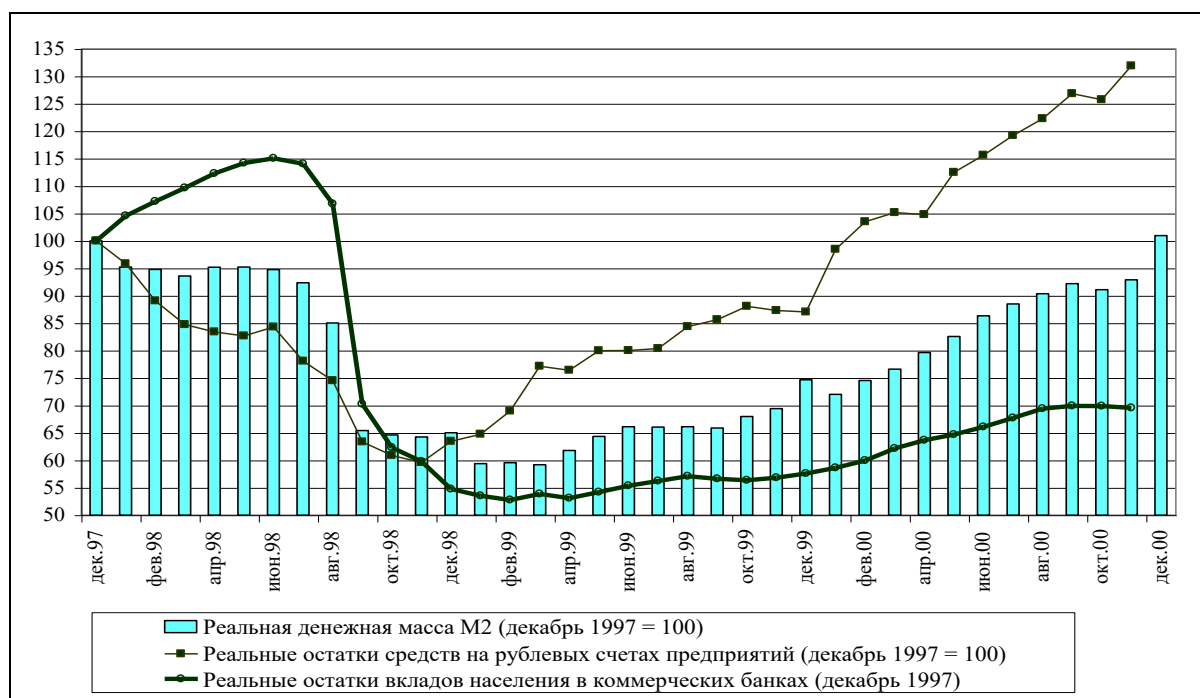
ежемесячно проводимых в ИЭПП²⁴. С февраля 1999 года стал положительным баланс ответов по изменению объемов производства, а с марта 1999 – баланс ответов по изменению платежеспособного спроса, данные опросов также показывают, что одновременно наблюдалось снижение бартерного спроса (баланс ответов отрицательный с апреля 1999 года). На протяжении 1999 – 2000 годов устойчиво увеличивался положительный баланс ответов на вопросы касающиеся желания и готовности предприятий отказаться от неденежных форм и бартера во взаимозачетах.

Снижение неплатежей и неденежных форм расчетов проходило в условиях роста реальных кассовых остатков. С одной стороны, расширение реальной денежной массы означает рост ликвидности, что способствует проведению расчетов. С другой стороны, рост денежных расчетов подразумевает рост спроса на реальные кассовые остатки и, соответственно, увеличение реальной денежной массы. При этом на неплатежи непосредственно влияет не весь объем реальной денежной массы, а реальные кассовые остатки предприятий. На рисунке 11 видно, что прирост реальных остатков на рублевых счетах предприятий за период с ноября 1998 года по декабрь 1999 года составил почти 50%, а за январь – ноябрь 2000 года – еще на 51,5%. Кроме того, практическое отсутствие в послекризисный период финансовых инструментов, приносящих доход, вызвало (наряду с низкой инфляцией) снижение альтернативной стоимости хранения денег, что снижало стимулы накопления неплатежей.

Денежная масса M_1 увеличилась на 53,7% (в реальном выражении – на 12,4%) в 1999 году и на 66,9% в 2000 году (на 38,9% в реальном выражении). Денежная масса M_2 продемонстрировала рост на 57,2% (на 15,0% в реальном выражении) в 1999 году и на 62,4% в 2000 году (35,1% в реальном выражении). Объем широких деньги вырос на 56,7% в 1999 году (на 14,6% в реальном выражении) и на 58,4% в 2000 году (на 31,8% в реальном выражении). Таким образом, с учетом отставания дефлятора ВВП от индекса потребительских цен, уровень монетизации ВВП (по агрегату M_2) в 1999 году составила 15,50%, что являлось наивысшим показателем со времени либерализации цен. Во втором – третьем кварталах 2000 года монетизация ВВП достигла 15,75–15,90%.

²⁴ См. ежемесячные обзоры ИЭПП «Экономико-политическая ситуация в России», раздел, подготавливаемый С.Цухло.

РИСУНОК 11.



Источник: Госкомстат РФ, Центральный банк РФ, расчеты ИЭПП.

Как видно из рисунка 11, основным компонентом роста спроса на деньги является рост остатков на рублевых счетах предприятий. К концу ноября 2000 года их объем в реальном выражении составил около 132% от уровня декабря 1997 года, при этом по отношению к точке минимума (ноябрь 1998 года) наблюдался более чем двукратный рост. В то же время, реальный объем вкладов населения в коммерческих банках остается значительно ниже докризисного уровня. Так, остатки рублевых вкладов населения в ноябре 2000 года составляли лишь 70% от уровня декабря 1997 года и около 60,5% от максимального значения (июнь 1998 года). Тем не менее, к концу 2000 года реальная денежная масса M_2 достигла уровня в 101% от декабря 1997 года²⁵.

Необходимо отметить, что в конце 1999 года и в 2000 года произошло снижение спроса на наличные деньги: если в первые месяцы после кризиса доля M_0 в M_2 составляла до 44% (в октябре 1998 года), то во второй половине 2000 года она стабилизировалась на уровне 33–35%, что соответствует ситуации, наблюдавшейся в 1996–1997 годах. В то же время, доля рублевых платежных средств в экономике сохраняется на значительно более низком уровне, чем в докризисный период. На

²⁵ Расхождение данного факта с достигнутым максимальным уровнем монетизации ВВП объясняется различием в величинах дефлятора ВВП и индекса потребительских цен, по которому производилось дефлирование реальной денежной массы. Несмотря на рост ВВП (на 3,2% в 1999 году и на 7–7,5% в 2000 году), накопленный с августа 1998 года прирост индекса потребительских цен значительно превышает накопленный прирост дефлятора ВВП.

протяжении всего периода с сентября 1998 года по ноябрь 2000 года доля рублевой денежной массы M_2 в широких деньгах (M_2 плюс остатки на валютных счетах и валютные депозиты) колеблется около 70%, тогда как в 1997 и 1998 годах она превышала 80%. Данный факт отражает сохранение высокой степени долларизации экономики, несмотря на то, что реальная доходность по наличной валюте отрицательна (см. раздел 3.5 «Динамика обменного курса рубля»).

3.5. Динамика обменного курса рубля

Анализ курсовой политики Правительства и Центрального банка РФ в 1999–2000 годах требует учета ряда факторов, имевших различное влияние на динамику как номинального, так и реального курсов рубля.

Во-первых, скачок темпов роста потребительских цен осенью 1998 года и последующее повышение уровня инфляции в конце 1998 – начале 1999 годов вновь повысили актуальность антиинфляционных мер Правительства. Низкий темп обесценения курса рубля на валютном рынке выступал в данном случае в качестве необходимого, однако, не достаточного условия сдерживания темпов инфляции.

Во-вторых, положительное сальдо торгового баланса обеспечивало устойчивое превышение предложения валюты над спросом, что оказывало ревальвационное давление на курс рубля. Крупные рублевые интервенции Банка России, необходимые для накопления золотовалютных резервов и приобретения валюты для осуществления платежей по внешнему долгу, хотя и способствовали плавному снижению курса рубля, имели инфляционный эффект (см. раздел 3.1 «Общая характеристика и инфляционные процессы в российской экономике»). Таким образом, образовывался замкнутый круг, ведущий к реальному удорожанию рубля: рублевая эмиссия с целью недопущения номинального удорожания – ускорение инфляционных процессов при относительно стабильном курсе – реальное удорожание российской валюты.

В-третьих, с одной стороны, отсутствие на российских финансовых рынках достаточного объема привлекательных рублевых инструментов определило, повышенный спрос коммерческих банков на твердую валюту. С другой стороны, наличие механизмов, сдерживающих вложения банков в валюту (например, повышение размера отчислений в фонд обязательного резервирования по депозитам в валюте и существование лимитов на открытую валютную позицию коммерческих банков), привели к накоплению рублевых средств в виде остатков коммерческих банков на корреспондентских счетах в ЦБ РФ.

В-четвертых, большое число политических событий, пришедшихся на 1999 год, определило высокую спекулятивную активность игроков на валютном рынке. В течение двух смен кабинетов министров, а также в преддверии выборов в Государственную Думу, на валютном рынке наблюдалась повышенная волатильность котировок на фоне увеличившегося объема торгов.

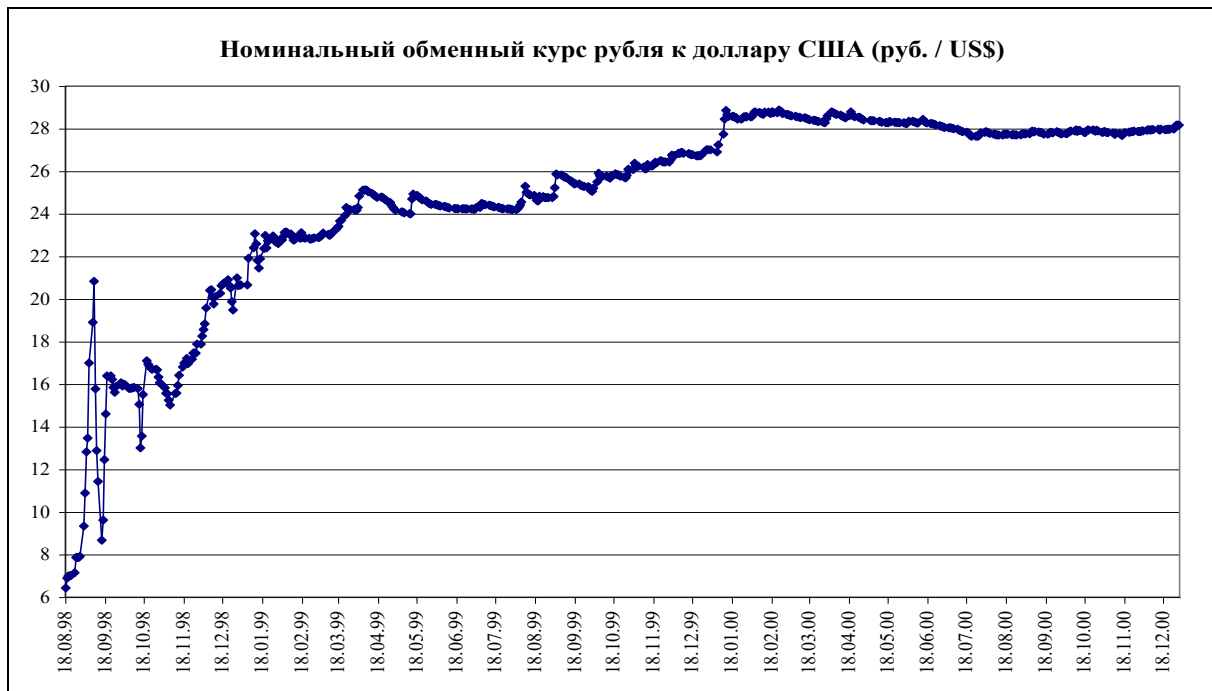
Рисунок 12 показывает, что в динамике обменного курса на протяжении 1999–2000 годов можно выделить несколько периодов. Непосредственно после кризиса, с августа по ноябрь 1998 года, наблюдались значительные колебания курса рубля, вызванные неустойчивостью ожиданий экономических агентов, дефицитом валюты и неспособностью Банка России контролировать рынок. С ноября 1998 года по февраль 1999 года курс рубля падал, достигнув нового уровня, обеспечивающего некоторое равновесие между спросом и предложением на валютном рынке. На протяжении практически всего 1999 года происходило последовательное снижение номинального курса рубля, при этом его краткосрочная динамика приобрела пилообразную форму – за падением курса следовало некоторое повышение до уровня, ниже первоначального, после чего происходило новое падение. В этот период рынок был фактически разделен, взаимосвязь между торгами на утренней и дневной торговых сессиях происходила лишь в динамике²⁶. В конце 1999 года большинство ограничений на участие и возможности арбитража между обеими сессиями были сняты, и после нового резкого падения в январе 2000 года курс рубля стабилизировался. В первой половине 2000 года наблюдалось даже некоторое укрепление номинального курса рубля к доллару, после чего он установился на уровне несколько ниже 28 рублей за доллар.

Обычно после столь серьезного валютного кризиса, как это было в августе – сентябре 1998 года, происходит достаточно быстрое повышение реального курса национальной валюты за счет увеличения сальдо торгового баланса²⁷. Однако в России в 1999 и 2000 годах уровень реального обменного курса рубля был, примерно, в два раза ниже уровня первой половины 1998 года.

²⁶ Анализ функционирования двухсессионного валютного рынка в России в 1999 году см. в отчете по теме «Анализ макроэкономических и институциональных проблем финансового кризиса в России. Взаимодействие финансовых показателей и некоторых характеристик реального сектора. Разработка программы мер, направленных на его преодоление и осуществление финансовой стабилизации» в рамках второго этапа совместного проекта ИЭПП и АМР (www.iet.ru).

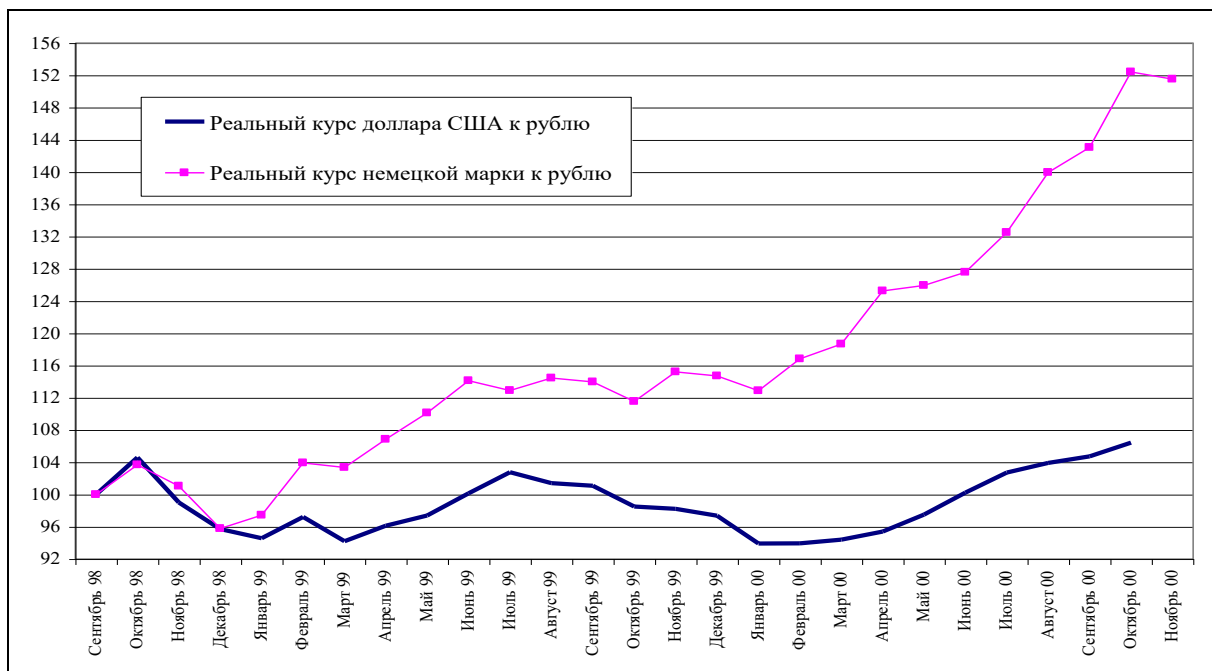
²⁷ См., например, Eichengreen, B., A. Rose, C. Wyplosz (1995) 'Exchange market mayhem. The antecedents and aftermath of speculative attacks', *Economic Policy*, October 1995, pp. 249 – 312.

РИСУНОК 12.



Источник: Центральный банк РФ.

РИСУНОК 13.



Источник: Центральный банк РФ, Госкомстат РФ, International Financial Statistics, расчеты ИЭПП.

Вместе с тем тенденция к укреплению рубля окрепла во второй половине 2000 года. Как показано на рисунке 13, к концу октября 2000 года рост реального курса рубля по отношению к доллару США составил около 6,4% (к уровню сентября 1998 года), однако, в сравнении с январем 2000 года (период наиболее низкого реального

курса рубля) укрепление рубля превысило 13%. Еще более важной представляется динамика реального курса рубля по отношению к европейской валюте, так как значительная часть российского экспорта (в первую очередь, нефть и газ) направляется в европейские страны. К концу ноября 2000 года реальный курс рубля к евро вырос на 51–52% (на рисунке 11 показана динамика реального курса по отношению к немецкой марке), что снижает конкурентные преимущества отечественных товаров на рынках европейских государств (в том числе, не входящих в валютный союз).

3.6. Банковская система

Как показали события второй половины 1998 года, российская банковская система оказалась сильно уязвима в случае валютного кризиса. Фактически мы стали свидетелями кризисов-близнецов (*'twin crises'*)²⁸ – валютного и банковского. Уже в сентябре – октябре 1998 года ряд крупнейших российских банков, входивших в 1997–1998 годах в число двадцати крупнейших российских банков, столкнулись с серьезными проблемами ликвидности и/или платежеспособности и прекратили свое существование: «Инкомбанк», «ОНЭКСИМ», «СБС-Агро», «Менатеп», «Российский кредит», Промстройбанк РФ, «Межкомбанк», «Юнибест» и др. Всего за период с сентября 1998 года до конца 2000 года число действующих кредитных организаций сократилось на 207 банков (с 1556 до 1349).

Созданное в октябре 1998 года Агентство по реструктуризации кредитных организаций (АРКО) приступило к работе с проблемными банками лишь летом 1999 года. В число наиболее крупных коммерческих банков, ставших его клиентами, вошли «Альфа-банк», «СБС-Агро», «Возрождение», «Российский кредит». Однако средств АРКО (10 млрд. рублей) для поддержки даже этих банков недостаточно. Развитие ситуации в 1999–2000 годах показало, что российские коммерческие банки не смогли в полной мере выполнять свою роль по созданию денежного предложения в российской экономике (аккумуляция сбережений населения и их трансформация в кредиты)²⁹.

Активы. Осенью 1998 года, в после августовского кризиса, структура активов банковской системы претерпела значительные изменения (см. рисунок 14). Во-первых, вследствие девальвации рубля произошел номинальный рост доли иностранных

²⁸ Kaminsky, Reinhart (1999).

²⁹ Подробный анализ состояния российской банковской системы в условиях кризиса в 1998 году на микроуровне представлен в отчете по теме «Банковский кризис в России и его последствия, меры по преодолению банковского кризиса. Проблемы посткризисной адаптации банковской системы» в рамках второго этапа совместного проекта ИЭПП и АМР (www.iet.ru).

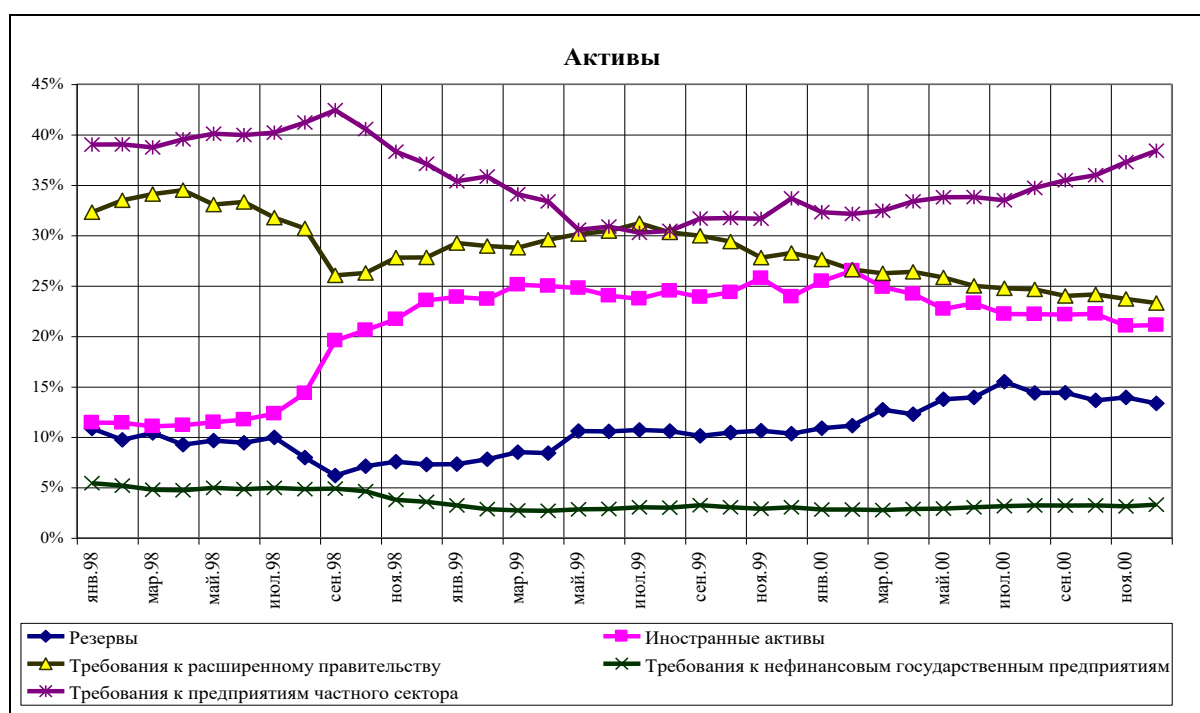
активов (с 12–13% до 20–25%). Во-вторых, «замораживание» и реструктуризация внутреннего долга привели к снижению доли требований к расширенному правительству. В-третьих, в условиях высоких инфляционных ожиданий и падающего курса рубля коммерческие банки еще больше ограничили кредитование реального сектора³⁰. Доля требований к предприятиям частного сектора упала с 40–43% до 30%, требований к нефинансовым государственным предприятиям – с 5% до 3–3,5%. В-четвертых, доля резервов сократилась с 10% до 6–7%, что было вызвано, преимущественно, девальвацией рубля и ростом доли иностранных активов.

С лета 1999 года тенденции в банковском секторе изменились. С августа 1999 года наблюдался рост доли требований к предприятиям частного сектора (с 30% до 39% к концу 2000 года), стабилизация доли требований к нефинансовым государственным предприятиям (на уровне 3,5–4%) и иностранных активов (25%). В 2000 году доля иностранных активов начала снижаться (до 21%). Доля резервов восстановилась на докризисном уровне (10%). Кроме того, к августу 1999 года прекратился рост доли требований к расширенному правительству, вызванный широкомасштабным кредитованием региональных и местных властей осенью 1998 – в первой половине 1999 годов. В конце 1999 – 2000 годах доля требований к расширенному правительству устойчиво снижалась, опустившись ниже 25% уровня. Одновременно, коммерческие банки накапливали резервы (в первую очередь, на корреспондентских и депозитных счетах в банке России) и их доля возросла до 14–15% совокупных активов³¹.

³⁰ Снижение доли требований к частному сектору можно также рассматривать с точки зрения усиления рационарования кредита на первоначальном этапе восстановления экономики после кризиса. Аналогичная ситуация наблюдалась в Финляндии после кризиса 1991–1992 годов, в Мексике и Аргентине после кризиса 1995 года и в странах восточной Азии после кризиса 1998 года (см. Catao (1997), Pazarbasioglu (1997), Krueger, Tornell (1999), Agenor, Aizenmann, Hoffmaister (2000)).

³¹ Опыт Аргентины показывает, что реструктуризация портфеля банковской системы заканчивается примерно через шесть месяцев после кризиса (см. Ramos (1998)).

РИСУНОК 14.

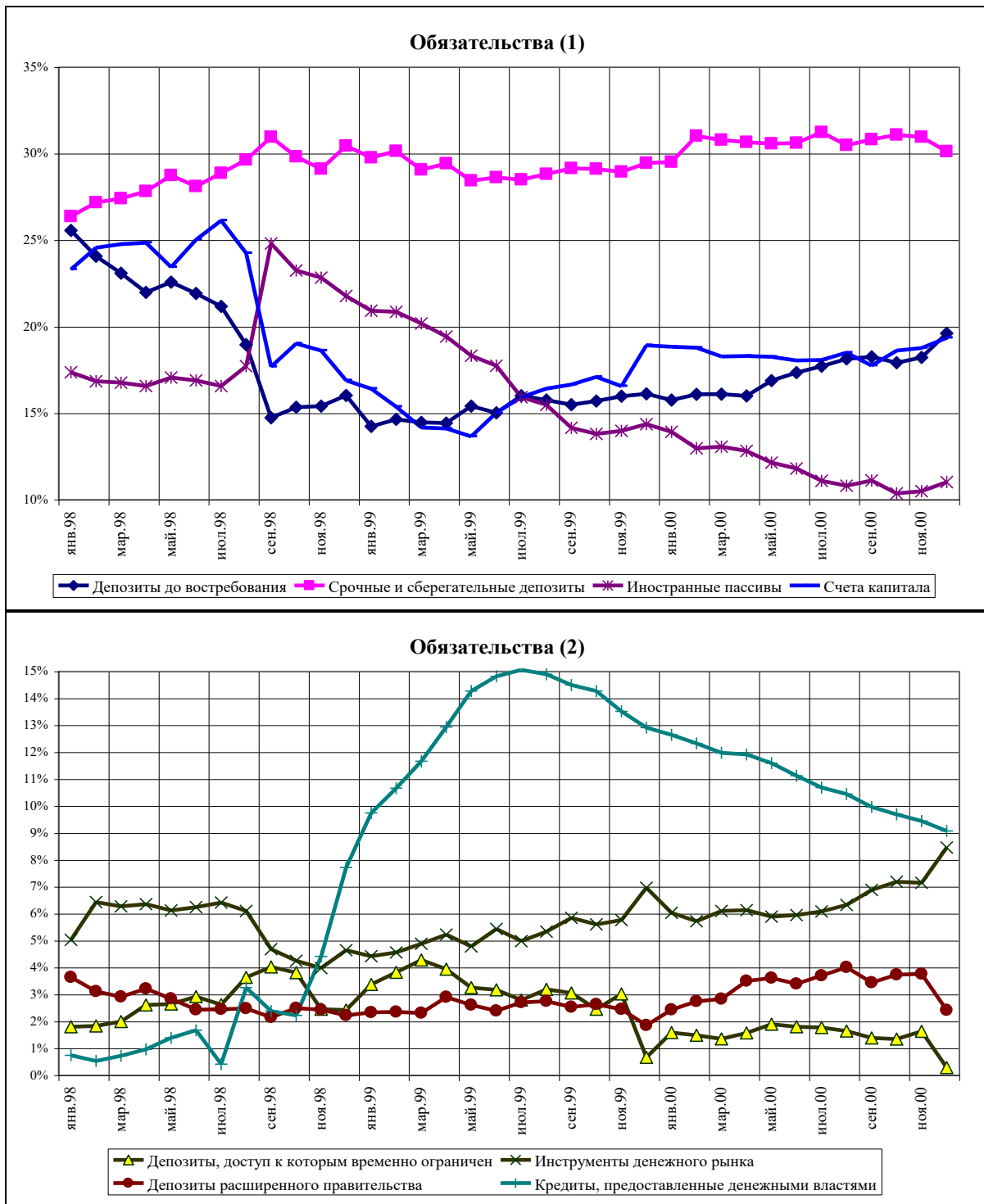


Источник: Центральный банк РФ.

Обязательства. Непосредственным последствием валютного кризиса в августе 1998 года стали (см. рисунок 15) рост доли иностранных обязательств с 17% до 25% и снижение долей счетов капитала (с 26% до 18%), а также инструментов денежного рынка (банковских векселей, облигаций и депозитных сертификатов). Доля депозитов в иностранной валюте в общей сумме срочных и сберегательных депозитов выросла с 45% до 65%. В то же время, распространение банковского кризиса привело к увеличению долей депозитов, доступ к которым временно ограничен (с 2,5% до 4%) и кредитов Центрального банка РФ. С октября 1998 года по август 1999 года доля кредитов Банка России увеличилась примерно в 7,5 раз (с 2% до 15% от совокупных обязательств банковской системы). Таким образом, к концу лета 1999 года общий объем выданных Центральным банком РФ кредитов коммерческим банкам составил 190–195 миллиардов рублей. Если рассматривать кредиты банка России как цену восстановления национальной банковской системы (*bail-out costs*), то в первом полугодии 1999 года этот показатель достиг почти 5% ВВП, что ставит российский банковский кризис в число наиболее тяжелых кризисов за последние 30 лет³².

³² Caprio, Klingebiel (1996).

РИСУНОК 15.



Источник: Центральный банк РФ.

Через год после кризиса, с августа 1999 года структура обязательств банковской системы стала меняться в обратную сторону. К концу 2000 года доля депозитов до востребования увеличилась с 15% до 20%, доля инструментов денежного рынка – с 5%

до 8,5%³³. Доля срочных и сберегательных депозитов остается относительно стабильной на уровне 30–31%. Важным индикатором восстановления банковской системы стал рост доли счетов капитала с 14% до 19–20%. Доля иностранных обязательств снижалась на протяжении всего периода после кризиса и в конце 2000 года она опустилась до 10–11% совокупных обязательств. С осени 1999 года доля кредитов банка России упала на треть и в декабре 2000 года составила 9%. Доля депозитов, доступ к которым временно ограничен, сократилась в конце 1999 года, и в 2000 году она находилась в пределах 1–2% от совокупных обязательств банковской системы. Необходимо отметить, что доля депозитов расширенного правительства на протяжении 1999 года была стабильной (на уровне 2–3%), но выросла в 2000 году до 3,5–4% по мере улучшения ситуации в бюджетной сфере.

Иностранная позиция. Чистые иностранные активы российских коммерческих банков стали положительными уже в четвертом квартале 1998 года. На протяжении 1999–2000 годов данная тенденция укрепилась и в третьем квартале 2000 года иностранные активы превосходили иностранные обязательства на 9,5 миллиардов долларов США, т.е. более чем в два раза (18,7 против 9,2 миллиардов долларов). Это стало результатом как снижения объема иностранных обязательств, так и роста объема иностранных активов (см. рисунки 16 и 17). Последние превзошли в 2000 году максимальный докризисный уровень.

Рост иностранных активов в 1999–2000 годах обеспечивался, главным образом, за счет увеличения остатков на текущих счетах и депозитов в иностранных банках. К концу третьего квартала 2000 года их сумма составила почти 12,8 миллиардов долларов (почти 70% всех иностранных активов). Для сравнения, их объем не превышал 6,5 миллиардов долларов в первом квартале 1999 года и 10,1 миллиардов долларов в четвертом квартале 1999 года. В то же время, объем прямых инвестиций за границу снизился с 2,7 до 1,0–1,2 миллиарда долларов США, портфельные инвестиции сократились с полутора миллиардов до 550 миллионов долларов. Объем наличной валюты в кассах банков остался практически стабильным (600–700 миллионов долларов).

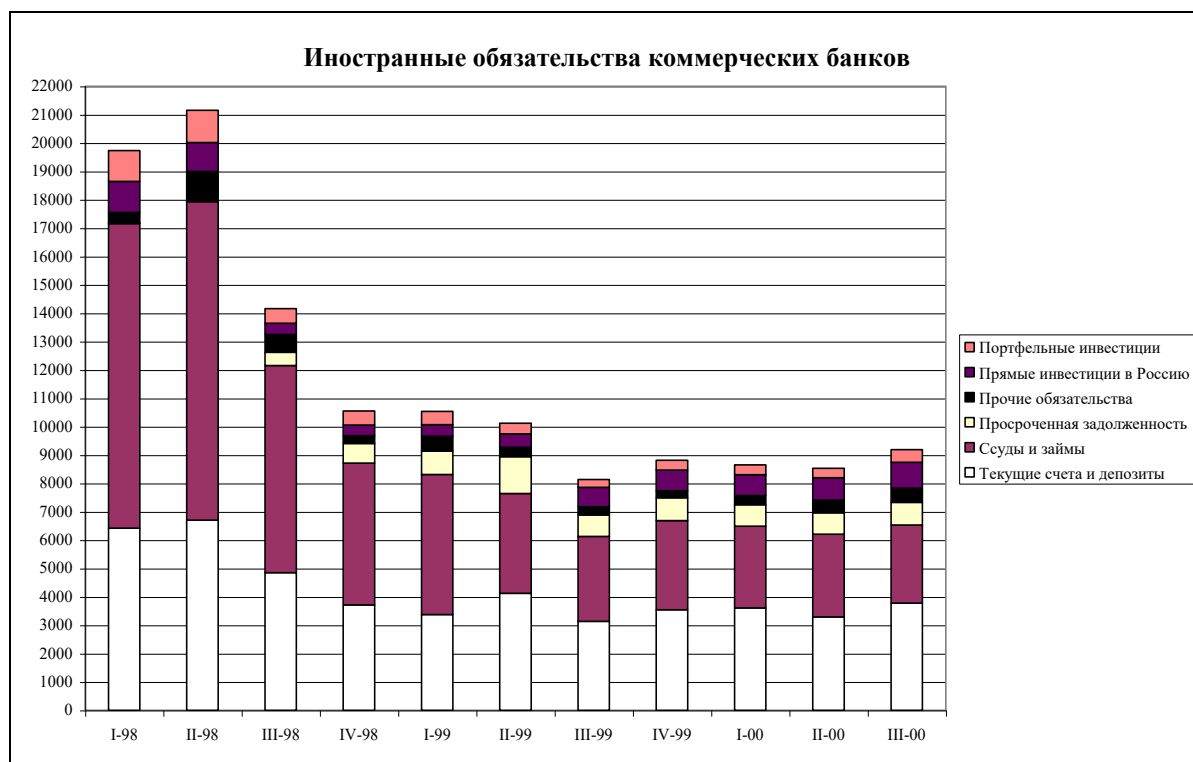
³³ В декабре 2000 года ряд наблюдаются скачкообразные изменения долей отдельных видов обязательств банков, однако, мы не беремся интерпретировать их, так как данные сводного баланса банковской системы за декабрь 2000 года являются оценкой и будут корректироваться ЦБ РФ.

РИСУНОК 16.



Источник: Центральный банк РФ.

РИСУНОК 17.



Источник: Центральный банк РФ.

С июля 1998 года по сентябрь 2000 года иностранные обязательства российских коммерческих банков упали почти на 57% (с 21,1 до 9,2 миллиардов долларов). Кредиты и займы из-за границы сократились в наибольшей степени – с 11,2 до 2,8 миллиардов долларов, объем остатков на текущих счетах и депозитов снизился с 6,7 до 3,8 миллиардов долларов. Необходимо отметить, что несмотря на значительный рост внешней долговой нагрузки из-за четырехкратной девальвации рубля, банки все же продолжали платить по своим обязательствам иностранным кредиторам: максимальный объем просроченной задолженности российских коммерческих банков (1,3 миллиарда долларов во втором квартале 1999 года) составлял только 13% от совокупных иностранных обязательств и снизился до 8,7% к концу третьего квартала 2000 года.

* * *

Проведенный анализ функционирования денежной сферы российской экономики осенью 1998 – 2000 годах позволяет сделать ряд выводов, касающихся природы и особенностей проводимой денежно-кредитной политики. Внешние условия характеризовались следующими чертами:

- Четырехкратная девальвация рубля в августе 1998 года и последующий всплеск инфляции стали причиной высоких инфляционных ожиданий экономических агентов и населения, подорвали доверие к российской национальной валюте.
- Системный кризис банковской системы разрушил механизм создания денежного предложения. Наряду с этим усилилось рационарование кредита, сбережения населения в форме банковских вкладов не вернулись на докризисный уровень, цена поддержки банковской системы оказалась чрезвычайно высока.
- Благоприятная конъюнктура мировых сырьевых рынков и переключение спроса населения на отечественные товары обеспечили высокую прибыльность в реальном секторе экономики, рост остатков на счетах предприятий и снижение бартера и неденежных форм расчета между предприятиями.

При этом, денежные власти, заявляя основной целью денежно-кредитной политики на первом этапе (осень 1998 года – первая половина 1999 года) – недопущение развертывания инфляционных процессов и стабилизация номинального обменного курса рубля, а со второй половины 1999 года – плавное снижению темпов

инфляции при одновременном удовлетворении растущего спроса на реальные кассовые остатки, столкнулись с рядом экзогенных ограничений:

- Денежно-кредитная политика в послекризисный период приобрела непоследовательный характер, вызванный в значительной степени графиком платежей по внешнему долгу.
- Поскольку финансовые рынки в России были практически разрушены в августе 1998 года, Центральный банк РФ не мог использовать операции на открытом рынке в качестве инструментов денежно-кредитной политики. Основными работающими инструментами были интервенции на валютном рынке, депозитные операции и изменения нормативов обязательного резервирования. Возможности стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке практически отсутствовали (за исключением изъятия денег из экономики через налоги и накопление их на счетах федерального бюджета в ЦБ РФ).

Основными результатами проводимой денежно-кредитной политики являются:

- Номинальный обменный курс рубля стабилизировался в 2000 году на уровне чуть ниже 28 рублей за доллар США, и обеспечивался значительными золотовалютными резервами. Последние за 2000 год увеличились более чем в два раза и достигли максимальных значений за всю историю независимой России – более 27 млрд. долларов США. В условиях сохраняющихся достаточно высоких темпов инфляции, стабилизация номинального курса стала причиной роста реального курса рубля. Наиболее заметным стало удорожание рубля по отношению к европейской валюте (из-за падения курса евро к доллару США), что снижает конкурентоспособность российских товаров на европейских рынках.
- Значительный объем рублевой эмиссии за счет приобретения поступающей экспортной выручки на валютном рынке в отсутствие надежных объектов инвестирования, финансовых активов и рациионирования кредита привел к аккумуляции неиспользуемых резервов банковской системы (на корреспондентских и депозитных счетах в ЦБ РФ), тогда как денежный мультипликатор сокращается.
- Рост спроса на деньги, инициированный транзакционным мотивом в реальном секторе, позволил практически восстановить к концу 2000 году реальный

объем рублевой денежной массы на докризисном уровне, а монетизация ВВП достигла максимальных значений (до 16% ВВП). В то же время, степень долларизации экономики остается высокой и превышает уровень до августа 1998 года.

В рамках предложенной нами модификации модели IS-LM следует, что, во-первых, движение кривой IS в направлении «вверх – вправо» (на рисунке к точке замедляется. Понижение цен на мировых нефтяных рынках и повышение реальных доходов населения оказывают с двух сторон давление на объем чистого экспорта в сторону его снижения. Принятый Правительством РФ курс на проведение налоговой реформы и повышение эффективности государственных расходов имеет конечной целью снижения доли государства в экономике. Таким образом, две из четырех компонентов совокупных расходов сокращаются и для сдвига кривой вправо, их снижение должно быть компенсировано ростом объема инвестиций и потребления.

Во-вторых, по мере роста в реальном секторе спрос на деньги в экономике России будет увеличиваться. В такой ситуации для недопущения быстрого смещения кривой LM вверх вправо, российские денежные власти должны активизировать мероприятия, препятствующие быстрому росту денежного предложения.

§4. Предложения по выбору оптимальной денежно-кредитной политики

4.1. Цели и задачи денежно-кредитной политики в текущих условиях

По мере отдаления от момента финансового кризиса цели и задачи денежной властей претерпевают существенные изменения. Если в первое время, основной задачей центрального банка является стабилизация денежной сферы, обменного курса национальной валюты и восстановление ликвидности финансовых рынков, то в дальнейшем цели денежно-кредитной политики становятся более долгосрочными (например, таргетирование инфляции).

Соответственно, для России, можно выделить ряд задач, актуальность которых для Банка России возрастает. К числу таких проблем, по нашему мнению, относятся:

1) Постепенное устойчивое снижение темпов инфляции (с нынешних 20% до 7–10% в год).

2) Сдерживание роста предложения денег (денежной базы) с целью стабилизации объема неработающих резервов коммерческих банков (остатков на корреспондентских и депозитных счетах в ЦБ РФ).

3) Снятие с Министерства финансов РФ не свойственной ему функции по регулированию денежной массы через накопление средств на бюджетных счетах.

4) Поддержание ликвидности внутреннего финансового рынка, расширение набора инструментов управления денежной массой.

5) Обеспечение плавной ревальвации рубля, недопущение резких колебаний реального курса российской валюты.

6) Создание механизмов защиты российской финансовой и банковской системы от новых потрясений, связанных с внешними воздействиями и движением потоков иностранного капитала.

Как было показано выше, фактически единственным каналом денежной трансмиссии является валютный рынок (через приток валюты в страну). В этих условиях для снижения зависимости денежно-кредитной политики от влияния внешних факторов перед Правительством и Центральным банком РФ встает задача ограничения притока иностранного краткосрочного капитала, который не увеличивает объем инвестиций внутри страны, а направляется, преимущественно, на финансовые рынки, а также стерилизации поступлений экспортной выручки. В то же время, доступный набор и потенциал инструментов стерилизации ЦБ РФ крайне ограничен, что требует разработки и предложения нестандартных механизмов регулирования денежной и валютной сфер.

В качестве инструментов реализации названных мер нами предлагаются создание стабилизационного фонда и введение мер по контролю за движением капитала³⁴. Вопрос создания стабилизационного фонда в РФ рассматривается в рамках другого исследования по третьему этапу совместного проекта ИЭПП и АМР. Анализу мирового опыта применения мер по контролю за движением капитала и предложениям по его использованию в России посвящен последний раздел данной работы.

³⁴ Опыт Венгрии показывает, что попытка стерилизации притока капитала за счет операций на открытом рынке или иных инструментов денежно-кредитной политики приводит к избыточному ужесточению денежно-кредитной политики, что создает угрозу росту в реальном секторе (см. Siklos (2000)).

4.2. Проблемы и механизмы контроля за движением капитала

Под контролем за движением капитала (*capital controls*) понимается установление законодательных ограничений на движение капитальных потоков или денежных средств внутрь или из страны, и связанных как со счетом капитальных операций, так со счетом текущих операций. Таким образом, по определению МВФ, под капитальный контроль могут попадать трансакции, связанные с приобретением или продажей следующих видов активов или обязательств³⁵:

- 1) Инструменты рынка капиталов
 - 1.1) Акции или другие ценные бумаги долевого участия
 - 1.2) Облигации или другие долговые обязательства
- 2) Инструменты денежного рынка
- 3) Ценные бумаги коллективного инвестирования
- 4) Производные финансовые инструменты
- 5) Кредитные операции
 - 5.1) Коммерческие кредиты
 - 5.2) Финансовые кредиты
 - 5.3) Гарантии, поручительства и обязательства финансового обеспечения
- 6) Прямые инвестиции
- 7) Сделки с недвижимостью
- 8) Движения личных средств
 - 8.1) Займы
 - 8.2) Подарки, дары, наследство
 - 8.3) Переводы средств и активов за границу иммигрантами
- 9) Предоставление денежных средств банкам и другим кредитным институтам
- 10) Предоставление денежных средств институциональным инвесторам.

Мотивация установления капитального контроля обычно основывается на необходимости достижения ряда задач в области денежно-кредитной политики³⁶. Во-первых, капитальный контроль помогает разрешить противоречия в целях денежно-кредитной политики в случае фиксированного или управляемого курса национальной валюты, проводить независимую внутреннюю денежно-кредитную политику³⁷. Во-вторых, ограничения на свободное движение капитала позволяет защитить денежную и

³⁵ IMF (1999).

³⁶ Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko, Kirilenko (2000) и Johnston, Tamirisa (1998).

финансовую сферу от внешних шоков, связанных с потоками капитала, в частности, с инфляционными последствиями больших притоков капитала и недооценкой банковской системой курсовых и кредитных рисков³⁸. В-третьих, капитальный контроль обеспечивает условия для проведения политики искусственного поддержания процентных ставок на низком уровне, льготного кредитования бюджета и приоритетных отраслей экономики. Как было показано Алезиной, Грилли и Милези-Ферретти (1993), исследовавших ограничения на движения капитала в 20 странах - членах ОЭСР за период с 1959 по 1989 годы, капитальный контроль чаще вводится в странах, где центральный банк менее независим и правительство принимает активное участие в проведении денежно-кредитной политики, либо действует режим фиксированного или управляемого обменного курса.

На протяжении последних нескольких десятилетий практически все страны мира в той или иной степени использовали меры по контролю за движением капитала. Так, согласно индексу капитального контроля, такие меры действовали во всех 41 стране, для которых МВФ рассчитывала индекс (последний раз – для 1996 года)³⁹. Наиболее высокая степень ограничений на свободное движение капитала существовала в Казахстане, России, Чили и Индии. Наиболее свободный режим существует в Нидерландах, Норвегии, Канаде, Греции и Италии. Большинство азиатских стран (например, Корея, Таиланд, Индонезия, Малайзия) ужесточили режим капитального контроля в 1997–1999 годах, оказавшись в условиях финансового кризиса и массированного оттока капитала. К данному ряду можно отнести и меры, принятые российским правительством в августе 1998 – 1999 годов: мораторий на выплаты по внешним обязательствам, замораживание рынка ГКО-ОФЗ, обязательная продажа части экспортной выручки на специализированной торговой сессии, разделение валютного рынка, проведение специализированных аукционов по продаже валюты для нерезидентов.

С точки зрения поставленных целей введения капитального контроля можно выделить пять групп стран, в разные годы его использовавшие⁴⁰:

1) Для ограничения притока краткосрочного капитала (Бразилия, 1993–1997; Чили, 1991–1998; Колумбия, 1993–1998; Малайзия, 1994; Таиланд, 1995–1997).

³⁷ См., например, Bond (1998).

³⁸ См., напр., Bacchetta, van Wincoop (1998).

³⁹ IMF (1999).

⁴⁰ Согласно Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko, Kirilenko (2000) и Johnston, Tamirisa (1998).

2) Для ограничения оттока капитала в условиях финансового кризиса (Малайзия, с 1997; Испания, 1992; Таиланд, 1997–1998).

3) Широкомасштабный контроль над движением капитала и валютным рынком (Румыния, 1996–1997; Россия, с 1998; Венесуэла, 1994–1996).

4) Долгосрочные широкомасштабные ограничения и либерализация (Китай, 1994–1999; Индия, 1991–1999; Россия, 1991–1996).

5) Быстрая либерализация (Аргентина, 1991; Кения, 1991–1995; Перу, 1990–1991; Россия, 1997–1998).

Исследования опыта разных стран, использовавших различные режимы капитального контроля, показывают, что контроль на притоками капитала является более эффективным и менее дисторсионным для экономики, чем ограничения на отток капитала⁴¹. Помимо общих экономических негативных последствий (неэффективное распределение ресурсов) ограничения на вывод капитала редко приводят к достижению поставленных целей (снижения объема утечки капитала из страны), но порождают коррупцию, ухудшают репутацию страны и ее резидентов как заемщиков.

В настоящее время для России, где уже действует достаточно жесткая система ограничений на свободу перемещения капитала через границу (2-е место среди 41 страны по индексу МВФ), проблема капитального контроля заключается в введении мер, не на дальнейшие ограничения, а в переориентации политики на ограничение притока краткосрочных, преимущественно – портфельных, инвестиций. При этом предполагается достижение нескольких целей: ограничение денежной эмиссии, связанной притоком валюты в страну и ее выкупом ЦБ РФ, снижение давления на валютном рынке со стороны предложения валюты и замедление темпов роста реального курса рубля, снижение уязвимости российской финансовой и банковской систем в условиях быстроменяющейся мировой конъюнктуры и настроений инвесторов⁴² и стимулирование долгосрочных (прямых) инвестиций, способствующих активизации инвестиционной деятельности и экономическому росту внутри страны⁴³ (через дестимулирование притока краткосрочных портфельных вложений).

⁴¹ Cooper (1999), Edwards (1999), Mishkin (1999).

⁴² Роль краткосрочных потоков в разворачивании финансового кризиса в азиатских странах рассматривается в работах Aizenman (1999) и Rodrik, Velasco (1999).

⁴³ По крайней мере, ограничения на приток краткосрочных инвестиций не оказывают влияние отрицательного влияния на экономический рост (см. Alesina, Grilli, Milesi-Ferretti (1993)). По другим оценкам, из каждого доллара иностранных инвестиций, направляемых в развивающиеся страны, только полдоллара представляют собой прямые инвестиции, способствующие экономическому росту, в остальная часть идет на спекулятивные операции (см. Bosworth, Collins (1999)).

Прежде чем перейти к рассмотрению конкретного опыта в области контроля за притоками краткосрочного капитала и предложению мер для России, проанализируем эффективность и возможные последствия таких мер с точки зрения экономической теории и опыта других стран.

Теоретический анализ эффективности капитального контроля, проведенный Вальдесом-Прието и Сото (1998), показал, что она зависит от режима обменного курса, действующего в стране. Так, в условиях плавающего обменного курса выборочный контроль за движением капитала (например, ограничение только краткосрочных вложений) усиливает автономию денежных властей, расширяет их возможности по корректировке номинального обменного курса. Однако, в условиях фиксированного (предопределенного) обменного курса степень независимости денежных властей зависит от их способности уменьшить общий объем притока иностранного капитала, безотносительно структуры потоков. Эмпирические оценки эффективности действия капитального контроля в Чили показывают⁴⁴, что ограничения на приток краткосрочных инвестиций приводят к более медленному сокращению процентного спреда между внутренними и внешними процентными ставкам, чем у стран с близким уровнем экономического развития (Мексика и Аргентина), реальный обменный курс остается неизменным, но страна лучше защищена от эффекта «заражения» и внешних возмущений⁴⁵. С другой стороны, такие ограничения не влияют на общий объем притока капитала в страну, а лишь изменяют его структуру в пользу долгосрочных инвестиций.

Опыт Чили и Колумбии представляется нам наиболее приемлемым с точки зрения поставленных целей, механизмом контроля и достигнутых результатов. В обеих странах основой контроля за притоком краткосрочных инвестиций выступали так называемые невознаграждаемые резервные требования (*non remunerated reserve requirements*), величина которых зависела от сроков инвестиций⁴⁶.

В Чили система контроля за притоком капитала, введенная в действие в 1991 году и действовавшая до 1998 года, состояла из четырех блоков:

⁴⁴ Edwards (1998b), Laurens, Cardoso (1998), De Gregorio, Edwards, Valdes (2000), Gallego, Hernández, Schmidt-Hebbel (2000).

⁴⁵ Тем не менее, мировой финансовый кризис 1997–1998 года оказал негативное влияние на экономику Чили, что вызывает некоторые сомнения в эффективности капитального контроля в случае глобального, а не регионального, кризиса (см. Edwards (2000)).

⁴⁶ Подробное описание системы контроля за движением капитала в Чили и Колумбии см. Edwards, (1998a, c), Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otker-Robe, Canales-Kriljenko, Kirilenko (2000).

1) В части прямых иностранных инвестиций – минимальный срок должен был быть не менее одного года, никаких ограничений на репатриацию прибыли не устанавливалось.

2) Портфельные инвестиции (1) – в части первичного размещения американских депозитарных расписок (*ADR*) были установлены жесткие внутренние требования к компаниям как в части финансовой прозрачности и устойчивости, так и по минимальному объему выпуска ценных бумаг.

3) Портфельные инвестиции (2) – все остальные виды портфельных инвестиций (включая вторичное размещение АДР, иностранные кредиты, выпуск облигаций) подлежали обязательному невознаграждаемому резервированию в размере 30%. Размер резервных отчислений не зависел от срока инвестиций.

4) Торговые кредиты – также подлежали обязательному 30% резервированию.

В Колумбии политика капитального контроля, начатая в 1993 году, была несколько отличной. Первоначально, резервные требования были установлены для всех кредитов, получаемых частным сектором из-за границы на срок до 18 месяцев (за исключением торговых кредитов), в размере 47%. Однако по мере увеличения притока капитала из-за границы меры были ужесточены. Через полтора года после введения в действие капитального контроля, в марте 1995 года, резервные требования были распространены на все кредиты сроком до 3 лет, а с августа 1995 года – до 5 лет. Кроме того, норматив резервирования определялся по шкале в обратной зависимости от срока кредита. Так, на кредиты до 30 дней налагался запретительный депозит в размере 140%, а для кредитов на срок 5 и более лет норматив был установлен на уровне 42,8%. Ставка норматива менялась для сроков с шагом в 30 дней. Такие требования действовали до отмены контроля за притоком капитала в 1998 году.

Поскольку основной целью введения в России контроля за краткосрочными притоками капитала является недопущение дополнительного расширения денежного предложения и быстрого роста реального курса рубля в условиях высокого положительного сальдо торгового баланса и ограниченных возможностей денежных властей по стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке, в качестве мер капитального контроля могут предложены следующие действия.

Во-первых, должны быть введены ограничения на величину (или темпы роста) иностранных пассивов коммерческих банков. Практическая реализация данной меры может быть проведена через установление специальных нормативов доли иностранных обязательств в общем объеме пассивов банка.

Во-вторых, предлагается введение системы обязательного невознаграждаемого резервирования по отдельным видам иностранных обязательств резидентов РФ и иностранных инвестиций в российские активы. К числу операций, подпадающих под обязательное резервирование, следует отнести кредиты российским кредитным и другим финансовым учреждениям, портфельные инвестиции, направляемые на инвестиции в рублевые активы (акции, государственные облигации, рублевые частные облигации, валютные ценные бумаги, выпускаемые кредитными и другими финансовыми учреждениями). Нормы обязательного невознаграждаемого резервирования должны быть установлены в обратной пропорции к срокам инвестиций. В качестве возможного варианта предлагается следующая шкала (см. таблицу 2).

ТАБЛИЦА 2.

Срок инвестиций	Норма обязательного резервирования
до 30 дней	150%
до 90 дней	100%
до 6 месяцев	70%
до 12 месяцев	50%
до 18 месяцев	30%
до 2 лет	20%
до 5 лет	10%

Обязательное резервирование может не распространяться на торговые кредиты, указанные выше финансовые инвестиции сроком свыше 5 лет и прямые иностранные инвестиции на срок более 1 года. К краткосрочным прямым иностранным инвестициям предлагается применять норму обязательного резервирования в размере 20%.

Порядок взимания средств в фонд обязательного резервирования по иностранным краткосрочным инвестициям может быть установлен в виде в виде обязательных беспроцентных депозитов в Банке России на условиях невозможности досрочного отзыва средств. Контроль за соблюдением условий обязательного резервирования и перечисления средств на счета в ЦБ РФ должен быть поручен Центральному банку РФ через отслеживание движений капитала по счетам типа «С» и «И» в российских коммерческих банках.

Срок действия предлагаемых мер не может быть установлен заранее, так как он во многом зависит от изменения ситуации с торговым балансом РФ, отношения к России со стороны иностранных инвесторов и фактического потока иностранных инвестиций.

Однако, как показывает опыт других стран, эффективное использование жестких мер по контролю за притоком иностранного краткосрочного капитала, не вызывающее отрицательного влияния на развитие отечественной экономики, ограничивается 3–5 годами.

Вместе с тем, в рамках либерализации режима капитального контроля в России, необходимо снять ряд ограничений валютного и капитального контроля, введенных в действие после кризиса августа 1998 года⁴⁷. В первую очередь, к ним относятся внесение изменений и дополнений в ФЗ РФ «О валютном регулировании и валютном контроле», связанных с обеспечением прямого действия его положений. В настоящее время большинство положений и норм закона регулируются инструкциями и приказами ЦБ РФ.

В частности, необходимо внести в закон закрытый список операций капитального характера, для осуществления которых требуется получение разрешения ЦБ РФ. Круг таких операций может включать:

- Приобретение резидентами РФ недвижимости за рубежом;
- Размещение и допуск акций, облигаций и долговых ценных бумаг резидентов РФ за рубежом;
- Размещение и допуск акций, облигаций и долговых ценных бумаг нерезидентов РФ на российский рынок;
- Предоставление и получение финансовых кредитов и гарантий;
- Открытие депозитов и счетов юридических лиц - резидентов РФ в банках-нерезидентах РФ;
- Получение нерезидентами РФ выигрышей в лотереях и казино.

Все остальные операции капитального характера, равно как и все текущие операции, могут осуществляться свободно.

Во-вторых, необходимо снизить норму обязательной продажи выручки по экспортным контрактам на валютных биржах с 75% до 50%, с последующей полной отменой. В настоящих условиях сохранение данного правила лишь порождает

⁴⁷ Предлагаемые меры по либерализации российского финансового рынка направлены на сближение действующих норм с положениями Кодексов ОЭСР о либерализации движения капитала (*The OECD Code of Liberalisation of Capital Movements* и *The OECD Code of Liberalisation of Current Invisible Operations*). Кодексы ОЭСР допускают введение временных ограничений на приток краткосрочного капитала, если это требуется интересами защиты экономики и финансовых рынков от возможных потрясений, вызванных внешними шоками или в послекризисный период.

масштабную эмиссию, поскольку большая часть валюты приобретается Центральным банком РФ.

В-третьих, предлагается снять все ограничения на участие коммерческих банков в торгах в рамках единой торговой сессии, объединить утренние и дневные торги.

В-четвертых, должны быть устранены ограничения на виды операций (в том числе, на репатриацию) со средствами нерезидентов на счетах «С», полученными от участия на рынке ГКО-ОФЗ в 1997–1998 годах, либо по ценным бумагам, выпущенным в рамках реструктуризации ГКО-ОФЗ. Необходимо отказаться от практики специализированных аукционов по продаже валюты для нерезидентов.

В-пятых, важной задачей является воссоздание рынков и торговых (биржевых) площадок для совершения срочных сделок с валютой и операций с производными инструментами на курс рубля.

В-шестых, отменить разрешительный порядок открытия счетов физическими лицами в иностранных банках.

Заключение

В настоящей работе были рассмотрены проблемы и ограничения при реализации денежно-кредитной политики в посткризисной экономике, находящейся в фазе импортозамещающего роста и имеющей значительное положительное сальдо торгового баланса, какую представляет из себя экономика России в 2000 году.

В первом параграфе мы рассмотрели несколько видоизмененную модель Манделла-Флеминга в рамках анализа IS-LM. В частности, поскольку в двухвалютной экономике спрос на реальные рублевые кассовые остатки положительно зависит от реального курса рубля, в координатах $e - Y$ кривая LM будет отрицательный наклон по отношению к оси абсцисс.

Особый вид кривой LM означает возможность существования в экономике нескольких равновесных состояний. Соответственно, в зависимости от начального положения экономики и величины и перманентности фискального или денежного шока результирующее воздействие на экономику может быть крайне различно и сильно отличаться от результатов, получаемых в рамках традиционной модели Манделла-Флеминга. Эти отличия были показаны в сравнительной статике в рамках нашей модели.

Во втором параграфе мы показали, что траектория изменения реального курса и объема выпуска в российской экономике в 1995–2000 годах может быть хорошо описана в рамках такой модели. В предположение о начальном нахождении экономики России в точке устойчивого равновесия, ее движения в 1995–1997 годах можно описать как передвижение вдоль кривой LM в состояние неустойчивого равновесия с высоким реальным курсом рубля и низким объемом выпуска, после чего в результате экзогенного падения реального курса рубля в экономике образовался разрыв между равновесными значениями объемов выпуска для кривых IS и LM, т.е. избыточное денежное предложение. Настоящая траектория движения направлена в сторону более высокого реального курса рубля и объема выпуска, однако, избыточная ликвидность сохраняется.

Подробный анализ текущей ситуации в денежной и банковской сферах российской экономики, проведенный в третьем параграфе, показал основные особенности природы и характера проводимой денежно-кредитной политики. В частности, было отмечено, что в условиях системного кризиса банковской системы был разрушен механизм создания денежного предложения. Наряду с этим усилилось rationирование кредита, сбережения населения в форме банковских вкладов не вернулись на докризисный уровень, цена поддержки банковской системы оказалась чрезвычайно высока.

Поскольку финансовые рынки в России были практически разрушены в августе 1998 года, Центральный банк РФ не мог использовать операции на открытом рынке в качестве инструментов денежно-кредитной политики. Основными работающими инструментами были интервенции на валютном рынке, депозитные операции и изменения нормативов обязательного резервирования. Возможности стерилизации рублевых интервенций на валютном рынке практически отсутствовали.

Отсутствие реально действующих процентных ставок в экономике и rationирование кредита означали отсутствие процентного и кредитного каналов денежной трансмиссии в экономике. Единственным работающим механизмом денежной трансмиссии являлся курсовой канал, связанный с притоком денег в страну на счета предприятий экспортеров и ее продажу (в первую очередь, обязательную часть) на внутреннем валютном рынке Банку России.

Номинальный обменный курс рубля стабилизировался в 2000 году на уровне чуть ниже 28 рублей за доллар США, и поддерживался значительным объемом золотовалютных резервов. В условиях сохраняющихся достаточно высоких темпов

инфляции, стабилизация номинального курса стала причиной роста реального курса рубля. Наиболее заметным стало удорожание рубля по отношению к европейской валюте (из-за падения курса евро к доллару США), что снижает конкурентоспособность российских товаров на европейских рынках.

Благоприятная конъюнктура мировых сырьевых рынков и переключение спроса населения на отечественные товары обеспечили высокую прибыльность в реальном секторе экономики, рост остатков на счетах предприятий и снижение бартера и неденежных форм расчета между предприятиями. Рост спроса на деньги, инициированный транзакционным мотивом в реальном секторе, позволил практически восстановить к концу 2000 году реальный объем рублевой денежной массы на докризисном уровне, а монетизация ВВП достигла максимальных значений. В то же время, степень долларизации экономики остается высокой и превышает уровень до августа 1998 года.

В четвертом параграфе, в качестве возможных мер по предотвращению накопления избыточной ликвидности нами были предложены меры по ограничению притока краткосрочного иностранного капитала. Проведенный анализ мирового опыта установления различных режимов капитального контроля показал, что целям мер по ограничению притока капитала, предлагаемых для России, отвечает политика, аналогичная той, что проводилась в Чили и Колумбии в 90-х годах.

Мы предлагаем установить ограничения на величину иностранных пассивов российских коммерческих банков, и ввести нормы обязательного невознаграждаемого резервирования по большинству видов иностранных вложений в российскую экономику. При этом ставки норматива резервирования должны быть установлены в обратной зависимости от сроков инвестиций.

Однако данные меры по ограничению притока краткосрочного капитала должны быть дополнены рядом шагов по либерализации валютного рынка и режима движения капитала в Россию. В частности, предлагается снижение нормы обязательной продажи экспортной выручки, снятие барьеров на валютном рынке, либерализацию операций со средствами нерезидентов на счетах «С» и воссоздание организованного рынка срочных контрактов с валютой и производных финансовых инструментов на курс рубля.

Список литературы

1. БЭА. Обзоре российской экономики в 1999 году. – М.: БЭА, 2000.
2. ИЭПП. Российская экономика в 1999 году. Тенденции и перспективы (*Выпуск 21*). – М.: ИЭПП, 2000.
3. Agenor, P.-R., J. Aizenmann, A. Hoffmaister (2000) 'The credit crunch in East Asia: What can bank excess liquid assets tell us?', *NBER Working paper*, 7951.
4. Aizenman, J. (1999) 'Capital control and financial crises', *NBER Working paper*, 7398.
5. Alesina, A., V. Grilli, G. M. Milesi-Ferretti (1993) 'The political economy of capital control', *NBER Working paper*, 4353.
6. Ariyoshi, A., K. Habermeier, B. Laurens, I. Otker-Robe, J. Canales-Kriljenko, A. Kirilenko (2000) 'Capital controls: Country experiences with their use and liberalization', *IMF Occasional paper*, 190.
7. Bacchetta, P., E. van Wincoop (1998) 'Capital flows to emerging markets: Liberalization, overshooting, and volatility', *NBER Working papers*, 6530.
8. Bond, T. J. (1998) 'Capital flows to Asia: The role of monetary policy', *Empirica*, 25, pp. 165 – 182.
9. Bosworth, B., S. Collins (1999) 'Capital flows to developing economies: Implications for saving and investment', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 143 – 180.
10. Caprio, J., D. Klingebiel (1996) 'Bank insolvencies. Cross-country experience', *World Bank Policy Research Working paper*, 1620.
11. Catao, L. (1997) 'Bank credit in Argentina in the aftermath of the Mexican crises: Supply or demand constrained?', *IMF Working paper*, 97/32.
12. Cooper, R. (1999) 'Should capital controls be banished?', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 89 – 141.
13. Easterly, W., H. Wolf (1995) 'The wild ride of the ruble', *World Bank Discussion paper*, July 1995.
14. Edwards, S. (1998a) 'Capital inflows into Latin America: A stop-go story?', *NBER Working paper*, 6441.
15. Edwards, S. (1998b) 'Interest rates volatility, capital controls and contagion', *NBER Working paper*, 6756.
16. Edwards, S. (1998c) 'Capital flows, real exchange rates, and capital controls: Some Latin American experiences', *NBER Working paper*, 6800.
17. Edwards, S. (1999) 'How effective are capital controls?', *NBER Working paper*, 7413.

18. Edwards, S. (2000) 'Interest rates, contagion and capital controls', *NBER Working paper*, 7801.
19. Fleming, J.M. (1962) 'Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates', *IMF Staff Papers*, 9, pp. 369–379.
20. Gallego, F., L. Hernández, K. Schmidt-Hebbel (2000) 'Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?', *Papers and Proceedings of the 5th LACEA Annual Meeting*, October 12–14, 2000, Rio de Janeiro, Brazil.
21. Garcia-Herrero, A. (1997) 'Monetary impact of a banking crises and the conduct of monetary policy', *IMF Working paper*, 97/124.
22. De Gregorio, J., S. Edwards, R. Valdes (2000) 'Controls on capital inflows: Do they work?', *NBER Working paper*, 7645.
23. IMF (1977) *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. Washington, D.C.: IMF, 1977.
24. IMF (1995) 'Exchange rate effects of fiscal consolidation', *World Economic Outlook*, October 1995, pp. 73 – 81.
25. IMF (1999) *Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility. Developments and Issues*. Washington, DC: IMF, 1999.
26. Johnston, R. B., N. Tamirisa (1998) 'Why do countries use capital controls?', *IMF Working paper*, 98/181.
27. Kaminsky, G., C. Reinhart (1999) 'The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems', *American Economic Review*, 89, pp. 473 – 500.
28. Krueger, A., A. Tornell (1999) 'The role of bank restructuring in recovering from crises: Mexico 1995-98', *NBER Working paper*, 7042.
29. Laurens, B., J. Cardoso (1998) 'Managing capital flows: Lessons from the experience of Chile', *IMF Working paper*, 98/168.
30. Mishkin, F. (1999) 'Lessons from the Asian crisis', *NBER Working paper*, 7102.
31. Mundell, R. (1968) *International Economics*. NY: Macmillan.
32. Pazarbasioglu, C. (1997) 'A credit crunch? Finland in the aftermath of the banking crises', *IMF Staff Papers*, 44, pp. 315 – 327.
33. Ramos, A. (1998) 'Capital structures and portfolio composition during banking crisis: Lessons from Argentina 1995', *IMF Working paper*, 98/121.
34. Rodrik, D., A. Velasco (1999) 'Short-term capital flows', *NBER Working paper*, 7364.
35. Romer, D. (2000) 'Keynesian macroeconomics without the LM curve', *Journal of Economic Perspectives*, 14, pp. 149–170.

36. Sahay, R., C. Vegh (1995) 'Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications', *IMF Working paper*, 95/96.
37. Siklos, P. (2000) 'Capital flows in a transitional economy and the sterilization dilemma: The Hungarian experience, 1992-1997', *Policy Reform*, 3, pp. 301-326
38. Valdes-Prieto, S., M. Soto (1998) 'The effectiveness of capital controls: Theory and evidence from Chile', *Empirica*, 25, pp. 133 – 164.

Приложение 1. Динамика индикаторов денежного и финансового рынков в августе 1998 – 2000 годов

	Узкая денежная база, млрд. руб.	Темп роста узкой денежной базы	ЧВА, млрд. руб.	ЧМР, млрд. руб.	Широкая денежная база, млрд. руб.	Темп роста широкой денежной базы	М ₀ , млрд. руб.	Темп роста М ₀	Остатки средств коммерческих банков на корреспондентских счетах в ЦБ РФ, млрд. руб.	Деньги (М ₁), млрд. руб.	Темп роста М ₁	Денежная масса М ₂ , млрд. руб.	Темп роста М ₂	Широкие деньги, млрд. руб.	Темп роста широких денег	Денежный мультипликатор (М ₂ / широкая денежная база)
авг 98	161,7	0,25%	202,3	-40,6	186,4	-4,04%	133,4	3,13%	10,6	252,4	-3,52%	343,6	-4,56%	434,3	-0,80%	1,84
сен 98	175,2	8,35%	215,3	-40,1	208,8	12,02%	154,2	15,62%	19,7	274,1	8,62%	365,8	6,46%	520,0	19,75%	1,75
окт 98	187,2	6,85%	221,0	-33,8	227,9	9,17%	166,5	7,94%	22,5	289,2	5,50%	377,6	3,23%	521,7	0,33%	1,66
ноя 98	191,3	2,19%	229,5	-38,2	238,7	4,74%	167,3	0,49%	23,8	302,8	4,71%	396,9	5,11%	552,9	5,97%	1,66
дек 98	207,3	8,36%	246,2	-38,9	263,7	10,45%	187,8	12,30%	28,2	342,8	13,20%	448,3	12,95%	628,6	13,70%	1,70
январь 99	202,5	-2,32%	381,6	-179,1	261,5	-0,84%	178,0	-5,23%	30,0	330,0	-3,74%	444,2	-0,91%	637,4	1,40%	1,70
фев 99	205,2	1,33%	385,9	-180,7	270,8	3,58%	180,8	1,56%	31,3	340,3	3,14%	463,9	4,43%	658,0	3,23%	1,71
мар 99	205,9	0,34%	392,1	-186,2	289,2	6,77%	174,1	-3,68%	35,1	344,8	1,31%	473,8	2,13%	675,3	2,63%	1,64
апр 99	224,5	9,03%	393,8	-169,3	310,7	7,44%	195,2	12,13%	38,7	371,9	7,86%	509,6	7,56%	717,6	6,27%	1,64
май 99	241,4	7,53%	387,1	-145,7	353,1	13,66%	205,3	5,14%	51,0	404,0	8,63%	542,4	6,44%	755,5	5,27%	1,54
июнь 99	258,4	7,04%	409,9	-151,5	362,7	2,72%	216,4	5,41%	55,0	418,1	3,49%	567,7	4,66%	786,1	4,05%	1,57
июль 99	260,3	0,74%	393,1	-132,8	364,9	0,58%	218,2	0,82%	51,8	429,4	2,71%	583,2	2,73%	792,0	0,75%	1,60
авг 99	264,1	1,46%	395,4	-131,3	369,9	1,39%	216,2	-0,91%	46,9	432,9	0,82%	590,8	1,30%	812,7	2,62%	1,60
сен 99	259,0	-1,93%	383,9	-124,9	364,1	-1,56%	212,8	-1,56%	54,0	431,0	-0,44%	597,4	1,12%	823,5	1,33%	1,64
окт 99	269,1	3,90%	372,5	-103,4	384,6	5,61%	222,0	4,30%	59,4	454,3	5,42%	625,1	4,64%	866,5	5,22%	1,63
ноя 99	272,0	1,08%	368,8	-96,8	393,8	2,40%	219,3	-1,19%	54,6	471,6	3,79%	646,5	3,42%	909,8	5,00%	1,64
дек 99	307,5	13,05%	372,8	-65,3	439,7	11,67%	266,5	21,53%	69,6	526,8	11,71%	704,7	9,00%	984,9	8,25%	1,60
январь 00	297,8	-3,15%	355,4	-57,6	430,7	-2,06%	232,9	-12,64%	61,4	508,1	-3,55%	695,0	-1,38%	1000,6	1,60%	1,61
фев 00	309,2	3,83%	334,3	-25,1	449,4	4,34%	242,0	3,95%	64,6	529,9	4,29%	726,6	4,55%	1065,0	6,43%	1,62
мар 00	318,9	3,14%	284,6	34,3	491,0	9,25%	251,5	3,92%	72,2	546,4	3,13%	751,4	3,41%	1090,4	2,39%	1,53
апр 00	349,6	9,63%	259,7	89,9	513,8	4,65%	279,1	10,95%	72,2	576,4	5,48%	787,9	4,86%	1123,2	3,01%	1,53
май 00	365,0	4,41%	207,9	157,1	558,4	8,70%	289,3	3,66%	73,2	611,2	6,04%	831,6	5,55%	1170,3	4,19%	1,49
июнь 00	397,2	8,82%	194,9	202,3	602,8	7,94%	321,8	11,23%	77,7	6620,7	8,42%	892,2	7,29%	1242,8	6,20%	1,48
июль 00	417,3	5,06%	141,5	275,8	654,7	8,61%	334,0	3,81%	83,2	692,4	4,48%	931,2	4,37%	1301,7	4,74%	1,42
авг 00	427,6	2,47%	122,9	304,7	648,2	-1,00%	341,6	2,27%	81,9	718,0	3,69%	960,1	3,10%	1327,3	1,96%	1,48
сен 00	437,6	2,34%	97,8	339,8	671,1	3,53%	350,9	2,72%	90,0	747,4	4,11%	992,4	3,36%	1388,4	4,61%	1,48
окт 00	449,0	2,61%	78,9	370,1	662,5	-1,27%	349,7	-0,36%	77,7	750,7	0,43%	1001,2	0,89%	1415,9	1,98%	1,51
ноя 00	455,2	1,38%	48,3	406,9	684,2	3,27%	358,4	2,48%	93,9	777,1	3,53%	1036,4	3,52%	1457,3	2,92%	1,51
дек 00	519,6	14,15%	–	–	739,2	8,04%	419,3	17,00%	107,3	879,3	13,15%	1144,3	10,41%	1560,0	7,04%	1,55

	ИПЦ (% в месяц)	Официальный курс рубля (руб/\$)	Темп роста курса руб/\$	Золотовалютные резервы (млн. \$)	Валютные резервы (млн. \$)	Золото (млн. \$, из расчета 300\$ / 1 тр. унцию)	Индекс РТС-1	Темп роста индекса РТС-1 (% в месяц)	Объем сделок в РТС (млн. \$)	Средневзвешенная доходность ГКО-ОФЗ (% годовых)	Оборот вторичного рынка ГКО-ОФЗ (млн. руб.)	INSTAR (1 день) (% годовых)	Реальный курс рубля к доллару США (дек 1997=100)
авг 98	3,7%	7,905	26,04%	12459	8198	4262	65,61	-56,16%	233,3	74,48%	26867,9	44,85%	55,03
сен 98	38,4%	16,0645	103,22%	12709	8840	3869	43,81	-33,23%	27,7	–	–	153,93%	57,57
окт 98	4,5%	16,01	-0,34%	13572	9656	3916	57,54	31,34%	44,8	–	–	33,16%	54,48
ноя 98	5,7%	17,88	11,68%	12480	8175	4306	71,46	24,19%	60,3	–	–	22,19%	52,68
дек 98	11,6%	20,65	15,49%	12223	7801	4422	58,93	-17,53%	43,8	–	–	30,74%	52,05
январь 99	8,5%	22,60	9,44%	11621	7078	4543	55,12	-6,47%	26,8	65,72%	244,8	26,08%	53,50
февраль 99	4,1%	22,86	1,15%	11437	7284	4153	70,03	27,05%	102,3	71,53%	991,6	24,99%	51,84
март 99	2,8%	24,18	5,77%	10765	6679	4086	80,36	14,75%	186,8	63,19%	4502,4	22,78%	52,90
апрель 99	3,0%	24,23	0,21%	11168	7074	4094	91,83	14,27%	161,2	80,39%	3346,6	19,87%	53,60
май 99	2,2%	24,44	0,87%	11937	8034	3903	97,64	6,33%	197,3	75,90%	4278,4	6,19%	55,11
июнь 99	1,9%	24,22	-0,90%	12152	8188	3964	125,65	28,69%	272,1	57,45%	8102,2	5,39%	56,56
июль 99	2,8%	24,19	-0,12%	11921	7827	4094	116,49	-7,29%	330,2	65,79%	9224,6	9,24%	55,81
август 99	1,2%	24,75	2,32%	11231	6824	4407	102,50	-12,01%	184,6	69,70%	14069,7	8,69%	55,63
сентябрь 99	1,5%	25,08	1,33%	11212	6634	4579	83,12	-18,91%	172,6	76,26%	14643,0	18,07%	54,21
октябрь 99	1,4%	26,05	3,87%	11752	7081	4671	97,80	17,66%	151,7	83,56%	25769,0	13,31%	54,06
ноябрь 99	1,2%	26,42	1,42%	11504	7599	3906	112,36	14,89%	264,1	81,10%	9672,6	7,14%	53,59
декабрь 99	1,3%	27,00	2,20%	12456	8457	3998	177,71	58,16%	289,3	65,81%	12132,4	13,39%	51,69
январь 00	2,3%	28,55	5,74%	12948	8911	4035	172,31	-3,04%	489,51	45,50%	8521,8	9,43%	51,70
февраль 00	1,0%	28,66	0,39%	13657	9606	4051	170,93	-0,80%	441,48	33,13%	19457,7	9,94%	51,95
март 00	0,6%	28,46	-0,70%	15532	11456	4076	231,88	35,66%	810,76	30,53%	17914,9	4,65%	52,50
апрель 00	0,9%	28,40	-0,21%	17091	13410	3682	226,87	-2,16%	499,39	27,71%	14694,9	8,85%	53,66
май 00	1,8%	28,25	-0,53%	19570	15878	3692	190,21	-16,16%	417,20	27,02%	11221,0	7,96%	55,16
июнь 00	2,6%	28,05	-0,71%	20996	17685	3312	171,40	-9,89%	411,96	20,78%	20411,1	4,57%	56,53
июль 00	1,8%	27,80	-0,89%	23302	19955	3347	194,09	13,24%	396,46	22,58%	20628,4	2,59%	57,20
август 00	1,0%	27,75	-0,18%	23731	20289	3442	239,99	23,65%	628,95	19,51%	21304,4	4,50%	57,64
сентябрь 00	1,3%	27,75	0,00%	25007	21474	3533	199,08	-17,05%	443,59	19,76%	16428,7	3,34%	58,58
октябрь 00	2,1%	27,83	0,29%	25880	22290	3590	189,00	-5,06%	414,07	18,76%	16969,2	4,18%	
ноябрь 00	1,5%	27,85	0,07%	27667	24035	3632	143,42	-24,12%	353,91	20,85%	13003,5	8,21%	
декабрь 00	1,6%	28,16	1,11%	27951	24264	3687	143,29	-0,09%	247,18	20,94%	10773,6	6,41%	

Примечание: ЧВА – чистые внутренние активы, ЧМР – чистые международные резервы.

Источники: Госкомстат РФ, ЦБ РФ, РТС, ИА «Финмаркет», РЕЦЭП, International financial statistics.

Приложение 2

Контроль за движением капитала в странах с переходной экономикой

Настоящая работа представляет собой краткую информацию по мерам капитального контроля в странах с переходной экономикой. К сожалению, по ряду стран у нас таковая практически или полностью отсутствует. Крайне незначительны данные по закавказским и среднеазиатским республикам бывшего СССР за исключением, пожалуй, Казахстана и Кыргызии. Незначительна информация по ряду балканских стран (Албания и Македония). Говорить о национальной системе контроля за движением капитала применительно к Боснии и Герцеговине вообще нельзя, поскольку таковой не существует. Согласно действующему законодательству Центральному банку и другим органам государственной власти запрещено самостоятельно вводить какие либо ограничения в части движения денежных средств по международным операциям, если это прямо не вытекает из обязательств Боснии и Герцеговины по международным соглашениям и договорам⁴⁸. Говорить о мерах контроля в Югославии, длительное время находившейся под режимом международных санкций, также бессмысленно.

Страны рассматриваются по группам, хотя любая группировка будет носить достаточно условный характер.

1. Группа стран с полностью либеральным режимом капитального контроля

Если попробовать некоторым образом сгруппировать страны, информация по которым является для нас доступной, то к **первой группе** мы отнесем те страны с маленькими экономиками, где режим капитального контроля если не полностью отсутствует, то может считаться практически показательно либеральным. К этой группе можно отнести республики Прибалтики (Латвия, Литва и Эстония), а также Кыргызию. У этих стран не очень много общего с точки зрения развитости экономики или режима обменного курса. Объединяет их, пожалуй, размерность, которая может в данном случае являться одним из определяющих факторов открытости капитального счета. Подобная гипотеза упоминается у Jonston R.V. и Tamirisa N.T. (1998)⁴⁹.

1.1. Латвия

⁴⁸ Central Bank of Bosnia and Herzegovina Central Bank Legislation, <http://www.cbbh.gov.ba/english/legislation.htm>.

Политика Латвии⁵⁰ в области иностранных операций характеризуется практически полным отсутствием каких-либо ограничений, в т.ч. и по капитальным операциям. Определенные запреты существовали лишь применительно к прямым иностранным инвестициям в отдельные отрасли экономики. В рамках подготовки к вступлению в Европейский Союз ограничения постепенно снимаются. Так, в конце 1999 г. разрешены иностранные инвестиции в область теле- и радиовещания, а также в организацию лотерей и азартных игр. К настоящему времени ограничения сохранены лишь в сфере служб, связанных с обеспечением безопасности, и в вопросах приобретения земли. Что касается операций резидентов, то существуют ограничения на приобретение иностранных активов частными пенсионными фондами и страховыми компаниями.

1.2. Литва

Движение капитала в Литве⁵¹ достаточно либерализовано. Ограничения сохранились для иностранных инвестиций в отдельные секторы экономики, связанные с обеспечением национальной обороны и безопасности, в т.ч. и частной. Существуют ограничения на организацию лотерей. Приобретение сельскохозяйственных угодий иностранными предприятиями и гражданами запрещено Конституцией, прочей земли – ограничено. Сохранились особые права государства в ряде приватизированных предприятий. Существуют ограничения на приобретение иностранных активов частными пенсионными фондами и страховыми компаниями. Возможность для национальных инвестиционных фондов проводить операции на зарубежных рынках ограничена странами, одобренными Комиссией по ценным бумагам.

1.3. Эстония

Движение капитала в Эстонии практически полностью либерализовано с 1994 г.⁵², что отражалось в различных поправках к действовавшему законодательству и нормативных документах Банка Эстонии. Незначительные ограничения сохранялись в области прямых иностранных инвестициях в отдельные отрасли экономики (авиация, морские сообщения, телевидение). К настоящему времени⁵³ ограничения сохранены лишь в сфере служб, связанных с обеспечением безопасности. Сохраняется также разрешительный порядок на сделки нерезидентов с недвижимостью (выдача разрешений находится в компетенции

⁴⁹ Jonston R.B., Tamirisa N.T. "Why Do Countries Use Capital Controls", IMF WP 98/181, December 1998

⁵⁰ European Commission, Regular Report from the Commission on Latvia's Progress towards Accession, EU, 8 November 2000

⁵¹ European Commission, Regular Report from the Commission on Lithuania's Progress towards Accession, EU, 8 November 2000

⁵² Karmo M. "Foreign Currency Regulation in Estonia in 1991-1994", BoE, 1997

⁵³ European Commission, Regular Report from the Commission on Estonia's Progress towards Accession, EU, 8 November 2000

местных властей), однако, на практике случаев отказа в выдаче подобных разрешений не наблюдалось.

1.4. Кыргызия

Режим контроля за валютными операциями и движения капитала в Кыргызии полностью либерален. Согласно действующему законодательству⁵⁴, валютнообменные операции и перемещение валюты через границу осуществляется как резидентами, так и нерезидентами без ограничений. Ряд операций, включая ввоз-вывоз валюты и открытие счетов за рубежом, подлежат обязательной регистрации (декларации).

2. Группа стран с развернутой системой капитального контроля

В нижеописываемой группе стран, к которым мы относим такие государства бывшего СССР как Беларусь, Украину, Молдову, Казахстан, а также Вьетнам, существует достаточно сложные системы капитального контроля. Сложные в смысле как разнообразия применяемых мер контроля, так и в смысле законодательной нечеткости, что, в первую очередь, касается Беларуси. Основным лейтмотивом проводимой нижеуказанными странами политики является наложение различных запретов и ограничений на отток капитала. Основания для подобной направленности политики не вполне ясны для понимания, поскольку состояние счета текущих операций и платежного баланса упомянутых стран не является каким-то выдающимся по сравнению со всем массивом стран с переходной экономикой. Вьетнам и Казахстан вообще среди немногих стран (еще Россия и Китай) имеют профицит счета текущих операций, остальные страны также не испытывают серьезных проблем в этом аспекте⁵⁵. Если говорить о мотивации регулирующих органов, то небезынтересной представляется выдвинутая Chong-En Bai, Shang-Gin Wei (2000)⁵⁶ гипотеза о возможной связи мер по усилению капитального контроля с внутренними фискальными трудностями и коррумпируемостью местной бюрократии. Идея авторов заключается в том, что коррупция в государственном аппарате порождает трудности с получением бюджетом средств путем сбора налогов. Государство, таким образом, вынуждено опираться в своей политике на финансовые репрессии, которые включают в себя меры капитального контроля. В упомянутой работе доказывается зависимость между степенью коррумпируемости бюрократии и жесткостью валютного регулирования в части движения капиталов. Одним из выводов, сделанных авторами, является первичность совершенствования системы

⁵⁴ Закон Кыргызской Республики Об операциях в иностранной валюте (Введен в действие постановлением Жогорку Кенеша Кыргызской Республики от 5 июля 1995 года N 7-1)

⁵⁵ International Monetary Fund, World Economic Outlook Focus on Transition Economies, October, 2000

⁵⁶ Chong-En Bai, Shang-Gin Wei "Quality of Bureaucracy and Open-Economy Macro Policies", NBER WP 7766, June 2000

государственного управления в направлении де бюрократизации и борьбы с коррупцией по отношению к либерализации капитальных операций.

Особенности каждой из стран этой группы мы рассмотрим отдельно. Такая мера регулирования, как обязательная продажа экспортной выручки, наблюдается только в данной группе.

2.1. Беларусь

Механизм контроля за движением капитала достаточно сложен для понимания в силу недостаточности информации и отсутствия системы в законодательстве. В течение разных лет эта сфера деятельности попадала под компетенцию различных органов государственного управления без четкого разграничения зоны ответственности (Администрация Президента, МИД, МВЭС, Кабинет министров, Национальный банк.). Отсюда разнообразие различных нормативных документов при отсутствии базового закона или иного акта, описывающего режим регулирования рассматриваемой области.

Режим капитального контроля является нелиберальным, что выражается в существующем порядке обязательного декларирования целей и получения разрешений на значительный спектр операций, в т.ч. и текущих. Прежде всего, это касается операций резидентов с иностранными активами. Собственно, валютный рынок находится еще в стадии формирования, только в 2000 г. начались мероприятия по уходу от системы множественных курсов. Существует порядок обязательной продажи валютной выручки экспортерами. Базовый норматив доли, подлежащей продаже, - 40%, однако, существуют различные исключения из правил, и, кроме того, возможны неожиданные временные изменения порядка. Так, например, Указом Президента, когда норматив обязательной продажи был равен 30%, в период с 01.03.2000 по 30.04.2000 предписывалось продавать дополнительно 10% для последующей перепродажи Белорусскому государственному концерну по нефти и химии.

2.2. Вьетнам

Систему валютного и капитального контроля во Вьетнаме нельзя отнести к либеральной⁵⁷. Прямые иностранные инвестиции не являются объектом ограничений. Законодательством также предусматривается свободная репатриация прибыли и инвестированного капитала. Вместе с тем, все операции резидентов, за исключением платежей по текущим операциям, запрещены. Существует порядок обязательной продажи части всех валютных поступлений (50%). В дополнение к этому, всем предприятиям разрешено иметь только один валютный счет в местном уполномоченном банке, причем остаток по нему не должен превышать месячной потребности предприятия в иностранной

валюте. Счета за рубежом могут иметь только предприятия с иностранными инвестициями и только с разрешения Государственного банка.

2.3. Казахстан⁵⁸

В настоящее время операции, связанные с перемещением капитала от нерезидентов к резидентам в Казахстане, не являются предметом ограничения, хотя подлежат обязательной регистрации. В то же время, операции резидентов, попадающие под определение экспорта капитала, подлежат обязательному лицензированию. Точно так же лицензированию подлежит открытие счетов резидентами в зарубежных банках. Обязательная продажа валютной выручки в Казахстане отменена 15.11.1999 г.

2.4. Молдова

Операции по осуществлению инвестиций нерезидентами в экономику Молдовы не попадают под действие законодательных ограничений, включая возможность репатриации полученной прибыли. Что касается операций резидентов по экспорту капитала, то законодательство⁵⁹ предписывает необходимость получения разрешений по всем операциям такого рода. Открытие счетов в банках-нерезидентах юридическими лицами-резидентами требует также специального разрешения, физическими лицами – разрешено только на время пребывания за границей. Вывоз наличной валюты без разрешения разрешен в пределах 5000 долларов США.

2.5. Украина

Основным документом, регулирующим движение капитала на Украине, является Декрет Кабинета Министров о системе валютного регулирования и валютного контроля, принятый в 1993 г.⁶⁰ Согласно ему лицензированию подлежат все платежи в иностранной валюте резидентов за исключением текущих операций и возврата ранее полученных кредитов. Получения разрешения требует также открытие счетов за границей. Репатриация доходов и основной суммы инвестиций, осуществленных нерезидентами на территории Украины, специального разрешения не требует. Существует порядок обязательной продажи (50%) валютной выручки. Открытие счетов резидентами за границей требует специального разрешения. Существует необходимость получения разрешений на вывоз наличной валюты и

⁵⁷ <http://au.us.biz.yahoo.com/ifc/vn/forex.html>

⁵⁸ Национальный Банк Республики Казахстан, <http://www.nationalbank.kz/CurrencyRegulation>

⁵⁹ Republic of Moldova, Foreign Exchange Regulations in the Republic of Moldova, January 13, 1994 (with amendments)

⁶⁰ Про систему валютного регулювання і валютного контролю, Декрет Кабінету Міністрів України, 19 лютого 1993 р. N 15-93

платежных документов (без соответствующих документов возможно вывести сумму, не превышающую эквивалент 1000 долларов США)⁶¹.

3. Группа стран с диверсифицированным подходом к проблемам капитального контроля

В рамках данной группы мы рассматриваем ряд европейских стран, большинство из которых достигло существенного прогресса на пути перехода к рыночной экономики. Каждая из них располагает самостоятельной системой капитального контроля, причем принимаемые меры и, по-видимому, мотивация достаточно разнятся между собой. Таким образом, выделить общую характеристическую черту для этих стран представляется достаточно затруднительным.

3.1. Болгария

Режим валютного регулирования и контроля за движением капитала в Болгарии можно охарактеризовать как достаточно либеральный⁶². Основным документом, регламентирующим данную область, является Закон о валютном регулировании⁶³, вступивший в действие с 01.01.2000 г. Основным принципом этого закона является свободное осуществление валютных операций резидентами и нерезидентами за исключением случаев, предусмотренных Законом.

Отдельные операции в области экспорта капитала подлежат обязательной предварительной регистрации Национальным банком. К таким операциям относится приобретение резидентами ценных бумаг, эмитируемых нерезидентами, за исключением случаев, когда посредником по сделке выступает инвестиционная компания, уполномоченная на совершение такого рода операций, прямого инвестирования и сделок с ценными бумагами, чье обращение на внутреннем организованном рынке разрешено в соответствии с законодательством о ценных бумагах. Также обязательной регистрации подлежат операции по открытию счетов резидентами в банках-нерезидентах, предоставление кредитов резидентами нерезидентам и залоговое обеспечение резидентами сделок с нерезидентами. К операциям, требующим специального разрешения, относится вывоз из страны в наличной форме национальной либо иностранной валюты в сумме, превышающей эквивалент 20000 левов.

⁶¹ Про затвердження Інструкції про переміщення валюти України, іноземної валюти, банківських металів, платіжних документів, інших банківських документів і платіжних карток через митний кордон України, Постанова Правління Національного банку України, від 12 липня 2000 р. N 283

⁶² European Commission, Regular Report from the Commission on Bulgaria's Progress towards Accession, EU, 8 November 2000

⁶³ Republic of Bulgaria the Foreign Exchange Law

Операции, связанные с импортом капитала, полностью либерализованы, что в частности включает в себя свободную репатриацию прибыли и равноправие местных и иностранных участников внутреннего рынка капитала. В качестве единственного исключения можно назвать конституционный запрет на приобретение земельной собственности нерезидентами, что, однако, не исключает совершение подобных операций зарегистрированными в Болгарии компаниями с иностранным участием независимо от доли, принадлежащей нерезидентам.

3.2. Венгрия⁶⁴

В Венгрии существует достаточно сложная система регулирования движения капитала. Основным регламентирующим документом является Закон о валютном регулировании⁶⁵. Необходимость получения специальных разрешений и запреты касаются различных типов операций, причем они варьируются по странам в зависимости от участия в международных организациях (ОЭСД) и кредитного рейтинга.

Достаточно либеральным представляется режим прямых инвестиций в Венгрию. Здесь ограничения существуют лишь в области авиационных и водных перевозок, лицензию на осуществление которых может получить лишь компания с преобладанием национального капитала, а также в области приобретения недвижимости. Также существует достаточно свободный режим в отношении операций, совершаемых резидентами в части осуществления прямых инвестиций за рубеж.

Что касается прочих операций на денежном и финансовом рынках, то среди остального необходимо выделить необходимость получения специальных разрешений резидентами для привлечения средств срочностью менее одного года от нерезидентов. Данное требование распространяется на кредиты, размещение ценных бумаг, лизинг и др. операции подобного характера. Нерезидентам не разрешается приобретать государственные ценные бумаги срочностью до 1 года. Подобная практика призвана, по-видимому, снизить дестабилизирующее влияние, оказываемое краткосрочным приливом капитала. Классическим примером запретительных мер в отношении краткосрочного притока капитала служит опыт Чили, высоко оцененный рядом экономистов⁶⁶. Если учитывать тот факт, что Венгрия является одним из лидеров среди стран с переходной экономикой по прямым иностранным инвестициям, то вывод ряда авторов⁶⁷ о том, что политика ограничения

⁶⁴ OECD, Hungary: Reservations to the OECD's Code of Liberalisation of Capital Movements , <http://www.oecd.org/daf/investment/country/hungary.htm#clcm>

⁶⁵ Hungary Republic Act XCV of 1995 of Foreign Exchange

⁶⁶ См. например J.Stiglitz "The Role of the Financial System in Development" Presentation at the 4th Annual Bank Conference on development in Latin America and the Carribean ,San Salvador, 29.06.98

⁶⁷ Cordella T. "Can Short-Term Capital Controls Promote Capital Inflows?", IMF WP 98/131, September 1998

притока коротких денег стимулирует приток длинных выглядит в данном случае правдоподобным.

Операции по приобретению зарубежных активов, в т.ч. кредитование нерезидентов, резидентами во многом попадают под прямой запрет либо разрешительные процедуры. Определенное исключение существует для уполномоченных коммерческих банков по операциям с краткосрочными инструментами. Также существует возможность для резидентов приобретать бумаги инвестиционного класса эмитентов, являющихся резидентами стран-членов OECD. Существуют также ограничения в области как размещения резидентами своих ценных бумаг на внешних рынках, так и нерезидентами на внутреннем рынке. Резидентам, за небольшим исключением, запрещается открывать счета в иностранных банках.

3.3. Польша⁶⁸

Большая часть существовавших ограничений на движение капитала снята в Польше с 2000 г. Оставшиеся, в основном, относятся к прямым инвестициям, осуществляемым нерезидентами, в конкретные отрасли экономики. В частности, это относится к инвестициям, минуя организацию зарегистрированного в Польше предприятия, в банковскую и страховую сферу, а также транспорт. Специальное разрешение требуется на приобретение сельскохозяйственных, лесных и водных угодий, также разрешение требуется на инвестиции в область авиационных перевозок. Инвестиции в организацию теле- и радиовещания ограничены 33% участием, в организацию дальней и мобильной связи, а также азартных игр – 49%. Операции по приобретению недвижимости резидентами за рубежом ограничены 50000 евро.

3.4. Румыния

Контроль за движением капитала в Румынии не является предметом законодательства. Обязанности по регулированию этой сферы возложены на Национальный банк, который осуществляет эту функцию через свои нормативные акты. Основным документом, регламентирующим валютные операции является Положение No.3/23.12.97, являющееся сводом правил, определяющих текущие и капитальные валютные операции⁶⁹.

Режим притока капитала со стороны нерезидентов в части прямых инвестиций достаточно либерален, однако, существуют ограничения к доступу на внутренний денежный рынок и к операциям на фондовой бирже. Приобретение недвижимости нерезидентами

⁶⁸ OECD, Poland: Reservations to the OECD's Code of Liberalisation of Capital Movements, <http://www.oecd.org/daf/investment/country/poland.htm#clcm>

⁶⁹ NBR Regulation no. 3/23.12.1997 regarding the performing of the foreign exchange transactions, including the amendments provided by Circular no.7/25.05.98 and Circular no. 25/29.12.1998, по данному вопросу см. также Currency Regulation, http://www.bnro.ro/En/Legi/Regval_se.htm и European Commission, Regular Report from the Commission on Romania's Progress towards Accession, EU, 8 November 2000

запрещено Конституцией, правда, это не относится к компаниям с иностранным участием. Практически все операции резидентов, включая прямые инвестиции за рубеж, покупку недвижимости, операции с ценными бумагами на внешних рынках, получение (кроме долгосрочных) и предоставление кредитов по операциям с нерезидентами, открытие счетов за рубежом, требуют получения специального разрешения со стороны Национального банка. Некоторым институциональным инвесторам, таким как паевые фонды, вообще запрещено приобретать иностранные активы. Определенное исключение существует только для банков в части депозитных зарубежных операций, а также операций с некоторыми, прежде всего краткосрочными, финансовыми инструментами и кредитами срочностью до 1 года. Для нерезидентов требуется получение разрешения на открытие счетов в национальной валюте (ляях) – открываемые счета различаются по целевой функции и имеют разный режим использования. Ввоз/вывоз иностранной валюты в наличной форме ограничен суммой в 10000 долларов США, национальной валюты – 500000 лей (27000 ROL = 1 USD).

3.5. Словакия⁷⁰

В области прямых инвестиций в Словакии существует ряд ограничений по операциям нерезидентов. К ним относятся запрет на организацию филиалов иностранных компаний в энергетическом секторе, организацию азартных игр. 49% ограничено участие иностранных инвесторов в области авиаперевозок, 33% и 25% в капитале фондовых бирж и Центра ценных бумаг (центральный регистратор операций по всем ценным бумагам, эмитированных в безналичной форме) соответственно. Существует запрет на операции с недвижимостью.

Запрещено размещение без специального разрешения ценных бумаг долгового характера местных властей, а также частных компаний срочностью менее одного года. За некоторым исключением (государственные бумаги и первичный рынок) запрещена торговля бумагами иностранных эмитентов на внутреннем рынке и приобретение их резидентами за рубежом (такая возможность существует только у уполномоченных организаций). Запрещено также открытие резидентами счетов за рубежом. Большую часть вышеупомянутых ограничений планируется отменить в 2001-2003 гг.

3.6. Словения

Мероприятия по либерализации движения капитала в Словении начали осуществляться с 1999 г. в рамках переговоров о вступлении в Европейский союз. Со вступлением в 1999 г. Закона о валютном регулировании⁷¹ был, в частности, либерализован порядок прямых иностранных инвестиций в Словению. Ограничения существуют по отдельным отраслям: запрещено иностранное участие в производстве и распространении вооружений и в

⁷⁰ OECD, Slovak Republic: Reservations to the OECD's Code of Liberalisation of Capital Movements, <http://www.oecd.org/daf/investment/country/slovakia.htm#clcm>

обеспечении обязательного пенсионного и медицинского страхования, ограничено участие иностранного капитала в сфере аудита (max. 49%), СМИ (33%), инвестиционных фондов и компаний (10-20%). Особое разрешение требуется для приобретения крупных пакетов акций вновь приватизируемых компаний (более 25%), а также банковских, брокерских и страховых учреждений (от 10%). Последнее правило распространяется также на резидентов.

Что касается портфельных инвестиций, то их осуществление может производиться нерезидентами только через национальные уполномоченные организации, при этом за право конвертировать инвестируемые средства в иностранную валюту выплачивается 0,2% в квартал от суммы инвестиционного счета. Помимо смягчения дестабилизирующих факторов, которые приносят в экономику короткие деньги, здесь, по-видимому, присутствует еще мотив защиты национальных финансовых институтов от иностранной конкуренции.

Осуществление портфельных инвестиций за рубеж ограничено странами (OECD) и рейтингом приобретаемых бумаг (AA). Размещение нерезидентами ценных бумаг на внутреннем рынке, равно как и резидентами на внешнем, требует разрешения Министерства финансов. Привлечение/размещение кредитов свободно, хотя привлечение средств в иностранной валюте косвенно ограничивается требованием Банка Словении по поддержанию банками минимума средств в иностранной валюте в ликвидной форме. Уровень достаточно высокий: от 35% по вкладам в иностранной валюте срочностью свыше одного года до 100% по вкладам срочностью до одного месяца. Вывоз наличной валюты без специального разрешения ограничен суммой 500000 толаров (на 16.03.2001 1USD=237SIT).

3.7. Хорватия

Основным документом, описывающим механизм капитального контроля в Хорватии, является Закон о валютной системе, валютнообменных операций и операциях с золотом⁷². Ограничения, устанавливаемые этим законом, практически не затрагивают нерезидентов. Инвестиции в экономику Хорватии дополнительно стимулируются через налоговые льготы и бюджетные дотации при создании новых рабочих мест⁷³.

Что касается операций резидентов в области международных операций, то свободное приобретение и расходование валюты допускается только с целью осуществления экспортно-импортных операций и обслуживания долговых обязательств. Физические лица, кроме того, имеют право приобретать номинированные в иностранной валюте долговые обязательства, обращающиеся на внутреннем рынке. Краткосрочные (до 1 года) заимствования банковской системы в иностранной валюте требуют размещения в

⁷¹ Republic of Slovenia Foreign Exchange Law

⁷² Croatia Republic Law On the Foreign Exchange System, Foreign Exchange Operations and Gold Transactions, 1993

⁷³ Croatia Republic The Investment Promotion Act, 2000

Национальном банке Хорватии депозита в кунах в объеме 30% от суммы полученного займа. Экспорт капитала резидентами не может осуществляться без специального разрешения. Дополнительно к этому регламентируется порядок поступления экспортной выручки (в течение 60 дней с момента поставки), авансовые платежи по импортным операциям допускаются в исключительных случаях. Что касается вывоза валюты в наличной форме, то ее объем ограничен 3000 немецких марок.

3.8. Чехия⁷⁴

Законодательство Чехии, касающееся контроля за движением капитала, можно охарактеризовать как достаточно либеральное. В сфере прямых инвестиций существуют ограничения для нерезидентов по ряду отраслей. Это касается более 50% участия в области авиационного транспорта, а также в организации лотерей и азартных игр и приобретение предприятиями с более, чем 50% иностранным участием, доли в капитале фондовых бирж, превышающей одну треть. Существует также запрет на приобретение недвижимости нерезидентами и их филиалами.

Существует необходимость получения разрешения на размещение отдельных типов бумаг, прежде всего долгового характера, резидентами на иностранных рынках и нерезидентами на внутреннем рынке. Открытие счетов резидентами за пределами Чехии запрещено.

Заключение

Степень и способы капитального контроля достаточно разнятся по рассматриваемым странам. Можно, однако, констатировать общую тенденцию к либерализации режима валютного регулирования и отметить некоторые общие черты. Касаясь прямых инвестиций в экономику, можно сказать, что в общем плане ограничения на приток капитала со стороны нерезидентов, как правило, отсутствуют. Однако, в большинстве стран ограничен тем или иным образом доступ иностранного капитала в конкретные сферы экономики. Прежде всего, речь идет о возможности приобретения земли (Болгария, Венгрия, Польша, Румыния и т.д.). В некоторых странах существуют ограничения на инвестиции в сферу авиаперевозок (Венгрия, Чехия, Словакия), телекоммуникации (Польша), телерадиовещание (Польша), организацию азартных игр (Польша, Словакия, Чехия) и т.д. Что касается ограничений на доступ краткосрочного капитала в страну, то нельзя сказать, что это является характерной чертой системы валютного контроля в переходных экономиках, хотя в ряде стран (Венгрия, Словения) подобная политика присутствует в явном виде.

⁷⁴ OECD, Czech Republic: Reservations to the OECD's Code of Liberalisation of Capital Movements, <http://www.oecd.org/daf/investment/country/czechrep.htm#clcm> а также Czech Republic The Foreign Exchange Act of 26.09.1995

Во многих рассмотренных странах существуют различные ограничения на вывоз капитала резидентами. Многие операции либо запрещены, либо требуют процедуры обязательного лицензирования. Политика группы стран (Беларусь, Вьетнам, Украина, Молдова, Казахстан) прямо ориентирована на ограничение экспорта капитала в принципе. В качестве примера же практически полной свободы совершения операций такого рода можно привести только страны Балтики (Латвия, Литва, Эстония), а также Боснию и Герцеговину и Кыргызию. Разрешительный режим (или запрет) в части открытия счетов резидентами в иностранных банках так же, как и ограничения на вывоз наличной валюты, распространен повсеместно. При этом следует отметить, что подход к осуществлению вывоза капитала резидентами в виде прямых инвестиций, как правило, является более либеральным. Свобода в этой области наряду с запретом или ограничениями на открытие счетов за границей наблюдается в Венгрии, Словакии, Чехии и Болгарии. Такая мера регулирования, как обязательная продажа экспортной выручки, применяется только в трех из рассмотренных стран (Беларусь, Вьетнам и Украина).

Применимость опыта различных стран с переходной экономикой в Российской Федерации несколько ограничена как страновым разнообразием в смысле применяемых мер, так и специфическими особенностями экономики. Однако некоторые общие черты позволяют дать некоторые рекомендации.

Если говорить об импорте капитала, то целесообразным представляется такое построение системы капитального контроля, при котором режимом наибольшего благоприятствования будут пользоваться прямые инвестиции в российскую экономику. Определение конкретных отраслей или объектов, вложения нерезидентов в которые могут представляться нежелательными с точки зрения государственной безопасности либо по иным причинам находится вне нашей компетенции. Портфельные инвестиции и привлечение кредитных ресурсов краткосрочного характера как потенциальный источник избыточного притока иностранной валюты в страну могут стать одной из причин роста денежного предложения и реального курса рубля, что в первом случае создает инфляционное давление на экономику, а во втором – отрицательно воздействует на конкурентоспособность отечественных товаропроизводителей. Высокая мобильность средств, поступивших в экономику подобным образом, может создать в дальнейшем проблемы и с их неожиданным оттоком, что наблюдалось во время валютных кризисов 90-х годов. Из всего вышесказанного следует вывод о возможной целесообразности применения ограничительных мер на подобные операции. В текущей ситуации, когда существенного притока иностранных инвестиций не наблюдается ни в какой форме, подобные шаги будут носить превентивный характер. Подобная политика неплохо зарекомендовала себя в Словении, которая по уровню

доходов на душу населения находится на первом месте среди стран с переходной экономикой. В качестве конкретных ограничителей возможно использование обязательного резервирования по данным типам инвестиций (Словения, Хорватия).

Значительное положительное сальдо торгового баланса и счета текущих операций платежного баланса предопределяет в настоящее время положение России в качестве экспортера капитала. Дальнейшее проведение политики по увеличению валютных резервов Центральным банком (что, в принципе, может рассматриваться как вывоз капитала отдельным учреждением) чревато увеличением инфляции. Политика, проводимая в 2000 г., и заключающаяся в масштабной покупке валюты ЦБ была возможна за счет феномена уменьшения скорости обращения денег, что делало возможным существенное превышение темпов роста денежной базы и других денежных агрегатов над темпом роста цен. Очевидно, что продолжение такого образа действий должно иметь предел. В зависимости от выбранного курса это может означать либо разворачивание инфляции, что сведет на нет достижения по макроэкономической стабилизации 1999-2000 г., либо прекращение рублевых интервенций ЦБ на валютном рынке. Складывающаяся ситуация требует пересмотра отношения органов денежно-кредитного регулирования к оттоку капитала. Вектор изменения норм капитального контроля, по-видимому, должен быть направлен в сторону снятия ограничений на операции такого рода. До последнего времени неизбежный отток (легальный) осуществлялся в наименее эффективной форме – росте остатков на счетах банковской системы в зарубежных банках и объемов наличной иностранной валюты у населения. Либерализация режима вывоза капитала позволит повысить эффективность использования валютных средств их держателями и некоторым образом снизить давление со стороны предложения на валютном рынке. В данном случае речь может идти о большей свободе инвестиций за рубеж, в особенности прямых, для юридических лиц. Что касается физических лиц, то следует допустить возможность полной либерализации операций. Предлагаемые меры по свободному открытию счетов в иностранных банках физическими лицами *de facto* означают свободу по всем прочим операциям, в т.ч. капитального характера. Отсутствие таковой будет означать необходимость регулирующих органов контролировать все операции по счету, что, во-первых, малоосуществимо технически, во-вторых, подобный режим счета делает его открытие непривлекательным для держателя валютных средств. Таким образом, порядок свободного открытия счетов за рубежом не может существовать в отрыве от свободы осуществления резидентами других капитальных операций.

Обязательную продажу части экспортной выручки, по-видимому, следует отменять. Но делаться это должно постепенно и с максимальной степенью осторожности. В краткосрочном аспекте шаги в данном направлении позволят уменьшить приток

иностранной валюты на рынок, тем самым снижая давление на курс рубля в сторону повышения и уменьшая угрозу инфляции, образующуюся при рублевых интервенциях Центрального банка, направленных на воздействие на курс в обратном направлении. Однако следует заметить, что, снижая актуальный приток валюты на рынок, подобные действия приведут к увеличению потенциала подобного притока со стороны резидентов. Наблюдавшийся в последнее время рост остатков по счетам и депозитам в иностранной валюте, очевидно, получит дополнительный фактор. В случае изменения инвестиционного климата в стране и появления привлекательных активов, номинированных в рублях, возможен спонтанный рост предложения валюты со стороны резидентов. Результаты могут быть аналогичны нежелательному притоку иностранного капитала, о котором мы говорили выше, однако застраховаться методами валютного регулирования от подобной угрозы значительно сложнее.

Приложение 1

Ограничения на импорт капитала (основные)

	Прямые инвестиции нерезидентов ⁷⁵	Портфельные инвестиции	Привлечение средств резидентами
Латвия	Служба безопасности и земельные ресурсы	нет	нет
Литва	Сфера безопасности, земельные ресурсы, организация лотерей	нет	нет
Эстония	Служба безопасности	нет	нет
Кыргызия	нет	нет	нет
Беларусь	N/a	N/a	N/a
Вьетнам	нет	нет	нет
Казахстан	нет	нет	нет
Молдова	нет	нет	нет
Украина	нет	нет	нет
Болгария	недвижимость	нет	нет
Венгрия	Авиа- и водные перевозки, недвижимость	Запрет на покупку нерезидентами госбумаг срочностью до 1 года	Необходимость получения спец. Разрешения на привлечение средств до 1 года
Польша	Сельхозугодья, транспорт, телерадиовещание, мобильная и дальняя связь	нет	нет
Румыния	недвижимость	Разрешительный порядок для участия нерезидентов на местном рынке денежных инструментов	нет
Словакия	Энергетика, азартные игры, авиаперевозки, фондовые биржи	Разрешительный порядок приобретения нерезидентами долговых бумаг местных властей и	нет

⁷⁵ Указаны отрасли, в которых существуют ограничения

	Прямые инвестиции нерезидентов ⁷⁵	Портфельные инвестиции	Привлечение средств резидентами
		частных компаний срочностью до 1 года	
Словения	Производство оружия, пенсионное и соц.обеспечение, аудит, СМИ etc	Только через национальные организации с комиссией 0,2% в квартал	Высокий норматив поддержания ликвидности по вкладам в иностранной валюте
Хорватия	нет	N/a	Заемствования банковской системы до 1 года подлежат резервированию 30%
Чехия	азартные игры, авиаперевозки, фондовые биржи	нет	нет

Приложение 2

Ограничения на экспорт капитала (основные)

	Прямые инвестиции резидентов	Прочие инвестиции	Открытие счетов за рубежом резидентами
Латвия	нет	Ограничения для частных пенсионных и страховых компаний	нет
Литва	нет	Ограничения для частных пенсионных и страховых компаний	нет
Эстония	нет	нет	нет
Кыргызия	нет	нет	нет
Беларусь		Запрещено либо подлежит обязательному лицензированию	
Вьетнам		Запрещено либо подлежит обязательному лицензированию	
Казахстан		Запрещено либо подлежит обязательному лицензированию	
Молдова		Запрещено либо подлежит обязательному лицензированию	
Украина		Запрещено либо подлежит обязательному лицензированию	
Болгария	нет	Обязательная предварительная регистрация	
Венгрия	нет	Свободно только приобретение бумаг инвестиционного класса стран OECD	Запрещено за редким исключением
Польша	Приобретение недвижимости ограничено 50000 EUR	нет	нет
Румыния		Запрещено либо подлежит обязательному лицензированию	
Словакия	нет	Разрешено только уполномоченным организациям	запрещено
Словения	нет	Ограничения существуют по приобретению ценных бумаг (страны OECD рейтинг не ниже AA)	нет

Хорватия		Запрещено либо подлежит обязательному лицензированию. Свободно только приобретение физ.лицами долговых обязательств в иностранной валюте, обращающихся на внутреннем рынке	
Чехия	нет	нет	запрещено

Источники

1. Central Bank of Bosnia and Herzegovina, Central Bank Legislation, <http://www.cbbh.gov.ba/english/legislation.htm>
2. Chong-En Bai, Shang-Gin Wei “Quality of Bureaucracy and Open-Economy Macro Policies”, NBER WP 7766, June 2000
3. Cordella T. “Can Short-Term Capital Controls Promote Capital Inflows?”, IMF WP 98/131, September 1998
4. Croatia Republic Law On the Foreign Exchange System, Foreign Exchange Operations and Gold Transactions, 1993
5. Croatia Republic The Investment Promotion Act, 2000
6. Czech Republic The Foreign Exchange Act of 26.09.1995
7. European Commission, Regular Report from the Commission on Estonia’s Progress towards Accession, EU, 8 November 2000
8. European Commission, Regular Report from the Commission on Bulgaria’s Progress towards Accession, EU, 8 November 2000
9. European Commission, Regular Report from the Commission on Latvia’s Progress towards Accession, EU, 8 November 2000
10. European Commission, Regular Report from the Commission on Lithuania’s Progress towards Accession, EU, 8 November 2000
11. European Commission, Regular Report from the Commission on Romania’s Progress towards Accession, EU, 8 November 2000
12. Hungary Republic Act XCV of 1995 of Foreign Exchange
13. International Monetary Fund, World Economic Outlook Focus on Transition Economies, October, 2000
14. Jonston R.B., Tamirisa N.T. “Why Do Countries Use Capital Controls”, IMF WP 98/181, December 1998
15. Karmo M. “Foreign Currency Regulation in Estonia in 1991-1994”, BoE, 1997
16. National Bank of Romania Currency Regulation, http://www.bnro.ro/En/Legi/Regval_se.htm
17. National Bank of Romania Regulation no. 3/23.12.1997 regarding the performing of the foreign exchange transactions, including the amendments provided by Circular no.7/25.05.98 and Circular no. 25/29.12.1998

18. OECD, Czech Republic: Reservations to the OECD's Code of Liberalisation of Capital Movements, <http://www.oecd.org/daf/investment/country/czechrep.htm#clcm>
19. OECD, Hungary: Reservations to the OECD's Code of Liberalisation of Capital Movements , <http://www.oecd.org/daf/investment/country/hungary.htm#clcm>
20. OECD, Poland: Reservations to the OECD's Code of Liberalisation of Capital Movements, <http://www.oecd.org/daf/investment/country/poland.htm#clcm>
21. OECD, Slovak Republic: Reservations to the OECD's Code of Liberalisation of Capital Movements, <http://www.oecd.org/daf/investment/country/slovakia.htm#clcm>
22. Republic of Bulgaria the Foreign Exchange Law
23. Republic of Moldova, Foreign Exchange Regulations in the Republic of Moldova, January 13, 1994 (with amendments)
24. Republic of Slovenia Foreign Exchange Law
25. Stiglitz J. "The Role of the Financial System in Development" Presentation at the 4th Annual Bank Conference on development in Latin America and the Carribean, San Salvador, 29.06.98
26. Закон Кыргызской Республики Об операциях в иностранной валюте (Введен в действие постановлением Жогорку Кенеша Кыргызской Республики от 5 июля 1995 года N 7-1)
27. Кабінет Міністрів України Про систему валютного регулювання і валютного контролю, Декрет Кабінету Міністрів України, 19 лютого 1993 р. N 15-93
28. Национальный Банк Республики Казахстан, <http://www.nationalbank.kz/CurrencyRegulation>
29. Про затвердження Інструкції про переміщення валюти України, іноземної валюти, банківських металів, платіжних документів, інших банківських документів і платіжних карток через митний кордон України, Постанова Правління Національного банку України, від 12 липня 2000 р. N 283