

ПЛАТЕЖНЫЙ

БАЛАНС

И

ФИНАНСОВАЯ

ПОЛИТИКА

ИНСТИТУТ ФИНАНСОВЫХ ИССЛЕДОВАНИЙ

МОСКВА 2001

Платежный баланс и финансовая политика. / Сборник статей. – М.: ЦЭМИ РАН, 2001. – 143 с. (Рус.)

В коллективной монографии «Института финансовых исследований» рассматриваются вопросы, связанные с влиянием различных макроэкономических и финансовых процессов на состояние платежного баланса. Предлагаемый сборник статей содержит работы по вопросам управления государственным долгом, эффективности валютного регулирования Центрального банка, перспектив внешнеторговой позиции России, анализа взаимосвязи либерализации внешней торговли и экономического роста. Отдельным блоком представлены две статьи, посвященные реформированию пенсионной системы и механизмам страхования финансовых вложений и их влиянию на состояние платежного баланса. Монография рассчитана как на специалистов в области макроэкономики и финансов, так и на широкую читательскую аудиторию, интересующуюся проблемами открытой экономики и платежного баланса.

Balance of Payments and Financial Policy. / The Collection of Articles. – Moscow, CEMI Russian Academy of Sciences, 2001. – 143 p. (Rus.)

The joint monograph of the Institute for Financial Studies investigates various problems of influence of macroeconomic and financial processes on the balance of payments. This collection of articles includes papers on public debt management, effectiveness of currency control of the Central bank, perspectives of Russian world trade position, analysis of interrelations between liberalization of external trade and economic growth. Two more articles study pension system reforming and mechanisms of insurance of financial investments as well as their impact on the balance of payments. The monograph is aimed not only at specialists in the field of macroeconomics and finance but also at those merely interested in the problems of open economy and balance of payments.

Компьютерная верстка – Плетенко О.А.

ISBN 5-8211-0132-8

© Институт финансовых исследований, 2001 г.

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие. Платежный баланс и макроэкономические процессы	4
<i>Ковалишин Е.</i>	
Ретроспектива долгового кризиса 1998 года. Была ли альтернатива дефолту?	8
<i>Ковалишина Г.</i>	
Платежный баланс, валютное регулирование и контроль	41
<i>Выгон Г.</i>	
Роль и перспективы российского экспорта	62
<i>Кузнецов А.</i>	
Глобализация и экономический рост	84
<i>Ордин О.</i>	
Реформа пенсионной системы в России. Моделирование переходного процесса и анализ возможности инвестирования пенсионных средств на западных фондовых рынках	102
<i>Трофимов Г.</i>	
Механизмы страхования инвестиций и платежный баланс	127

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОЦЕССЫ

Для открытой экономики состояние платежного баланса отражает практически все стороны ее функционирования. Платежный баланс определяется такими факторами, как роль и эффективность налогово-бюджетной, долговой и денежно-кредитной политики государства, эффективность производственной системы, политическая стабильность, условия конъюнктуры товарных и финансовых рынков и многими другими. В то же время состояние платежного баланса влияет на положение дел практически во всех сферах экономики. Воздействие состояния платежного баланса на благосостояние домашних хозяйств и конкурентоспособность товаропроизводителей особенно остро ощущается в России начиная с кризиса 1998 г.

Чтобы анализировать и объяснять состояние платежного баланса, требуется понимание всех процессов не только в сфере внешней торговли, но и в очень многих областях макроэкономики и финансовой системы. Мы не могли охватить в коллективной монографии ИФИ все эти вопросы в силу их практической неисчерпаемости. В предлагаемом сборнике рассматривается лишь небольшая часть проблем, которые, по нашему мнению, несомненно, актуальны для исследований макроэкономических процессов в России.

Ключевым фактором, определяющим состояние платежного баланса России, еще долгое время будет оставаться проблема государственного долга. Поэтому по-прежнему важен анализ кризисных процессов, происходивших в этой сфере с 1997 г. Проблема 2003 г., о которой сейчас так много говорят, на самом деле, во многом связана с неэффективной долговой политикой 1997 г. и дефолтом 1998 г. В статье Е. Ковалишина рассматривается вопрос о возможной альтернативе объявлению дефолта по внутреннему и внешнему долгу России в августе 1998 г. На основе имеющихся данных о состоянии платежного баланса в 1998-2000 гг. предложена серия ретроспективных оценок возможных последствий рыночного переоформления наиболее коротких ГКО в еврооблигации до августовского кризиса в сочетании с различными допущениями о времени проведения девальвации рубля. Основным результатом данного исследования стала демонстрация того, что проблему государственного долга, как внутреннего, так и внешнего, можно и нужно было решать еще в конце 1997 г., когда для этого сложились все предпосылки. Конвертация внутреннего долга во внешний, своевременное проведение девальвации рубля позволили бы, по меньшей мере, значительно смягчить негативные последствия решения долговой проблемы с помощью своп-сделки.

Несомненный интерес представляет также вопрос о роли Центрального банка в урегулировании долговой проблемы и обеспечении стабильности платежного баланса. В

статье Г. Ковалишиной представлен обзор действий Центрального банка в области валютного регулирования и контроля, а также анализ влияния валютных ограничений Банка России в период с 1994-го по 2000 г. на основные статьи платежного баланса. С использованием эконометрической модели и данных платежного баланса проверены некоторые гипотезы об эффективности влияния валютных ограничений на отток капитала. На основе полученных автором оценок делается вывод о том, что действия ЦБ по-разному влияют на различные статьи баланса. Наибольшее воздействие оказывается на статьи торгового баланса, а в гораздо меньшей степени влиянию политики ЦБ РФ подвержены статьи, отражающие операции с капиталом. Данное исследование подтверждает, что использование Центральным банком исключительно административных мер валютного регулирования и контроля недостаточно для ограничения оттока капитала.

Одним из наиболее часто упоминаемых в публичных дебатах, бюджетных прениях, при анализе и прогнозе перспектив роста и т.д. является вопрос о внешнеторговой позиции России. Этот аспект платежного баланса исследуется в статье Г. Выгона, посвященной анализу структуры российского экспорта и его роли в развитии экономики страны. Особое внимание уделено отношениям государства и экспортеров, в частности, проблеме нелегального бегства капиталов и механизму взимания экспортных пошлин. В статье показано, что влияние мировых цен на макроэкономические показатели в краткосрочной перспективе может быть компенсировано жесткой фискальной политикой правительства и продуманными действиями ЦБ на валютном и денежно-кредитном рынках.

В сборнике рассматриваются также и другие вопросы, касающиеся перспектив экономического развития России. Интенсификация процессов глобализации и либерализации внешней торговли вызывает повышенный интерес к исследованиям взаимосвязи международной торговли и экономического роста. Ряд новейших эмпирических исследований свидетельствует о наличии положительной зависимости между степенью открытости экономики и темпами роста. Однако вместе с этим наблюдается усиление неравенства в уровне благосостояния между развивающимися и развитыми странами. Эти вопросы подробно рассматриваются в статье А. Кузнецова. Она содержит анализ воззрений современной теории экономического роста на основе эндогенного технологического прогресса. Как показывает автор, теоретические модели, хотя и учитывают положительное влияние экспорта технологий из более развитых стран в менее развитые, не доказывают наличия выравнивающего эффекта международной торговли. Кроме того, ряд работ свидетельствует об обратном направлении причинно-следственной связи между экономическим ростом и либерализацией торговли.

Еще одним важнейшим вопросом стратегии долговременного развития является реформа пенсионной системы в России. Этот вопрос уже неоднократно затрагивался в

различных публикациях ИФИ¹. Статья О. Ордина продолжает данную тему. В ней анализируется переход от распределительной к смешанной пенсионной системе в России на временном интервале 2000-2050 гг. На основе данных Госкомстата о демографической структуре России и прогнозах экономического развития строится модель переходного периода. В зависимости от действующей на финансовом рынке ставки заимствования анализируются временная структура доходов и расходов Пенсионного фонда, оцениваются размеры его активов и долга, возникающего при переходе к новой пенсионной системе. Как показывает автор, финансирование долга происходит частично за счет первичного профицита Пенсионного фонда, накопленного в первые годы пенсионной реформы, а также за счет повышенной ставки отчислений в Пенсионный фонд работающих поколений. В связи с отсутствием в России развитого фондового рынка рассматривается возможность накопления средств на зарубежных фондовых рынках. Сравнивается ежегодный приток пенсионных средств, возникающих в результате реформирования пенсионной системы, с ежегодными платежами России по обслуживанию внешнего долга. Как показывают результаты расчетов, на начальных стадиях реформы, когда объем пенсионных средств остается незначительным, их инвестирование за границей не вызовет значительного давления на российский платежный баланс. Однако в дальнейшем будет происходить рост ежегодного потока пенсионных средств, поэтому их размещение на мировых фондовых рынках может привести к негативным последствиям для платежного баланса России.

Реформирование пенсионной системы в России предполагает активизацию работы государства в области создания и развития институтов страхования вложений. Без доверия работников к организациям, осуществляющим управление вложенными средствами, пенсионная реформа в России потерпит фиаско. В статье Г. Трофимова, завершающей данный сборник, предлагается теоретический анализ механизмов страхования финансовых вложений и изучается их влияние на платежный баланс. На основе простой модели перекрывающихся поколений рассматриваются три системы страхования рисков: полного и частичного страхования на рыночной основе и распределительного страхования на основе солидарности поколений. Ключевой гипотезой данной статьи является предположение о конкурентном страховом рынке с нейтральными по отношению к риску посредниками. Данная гипотеза позволила существенно упростить выкладки и провести сравнительный анализ влияния рисков на сбережения и платежный баланс для различных систем страхования.

¹ Вавилов А., Поманский А., Трофимов Г. «Пенсионная реформа в России: анализ переходного процесса». Вопросы экономики, №2, 1999; Вавилов А., Кузнецов А., Ордин О., Поманский А., Трофимов Г. «Реформа системы социального обеспечения». Монография ИФИ «Финансовый кризис и государственный долг». Москва, 1999; Кузнецов А., Ордин О. «Реформа пенсионной системы», готовится к публикации.

Заключая вводную часть, мы хотим подчеркнуть, что монография включает исследования, проводимые в ИФИ настоящее время. Возможно, поэтому не все статьи выглядят как в полной мере завершенные работы. Кроме того, выбранная тематика отражает, прежде всего, научные интересы самих авторов, поэтому в монографии неизбежен некоторый тематический разброс. Мы надеемся, что монография вызовет интерес не только у специалистов, но и у широкой читательской аудитории, интересующейся проблемами российской экономики и платежного баланса.

*Андрей Вавилов,
директор Института финансовых исследований*

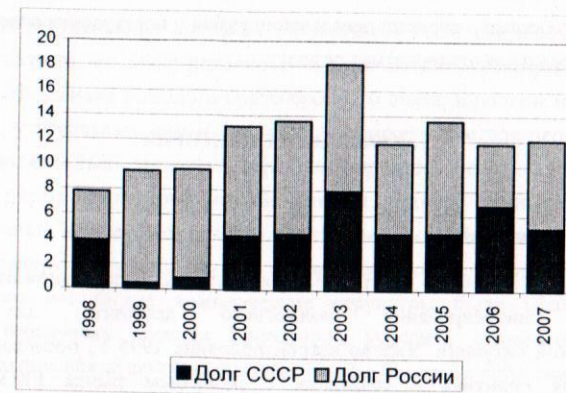
Е. Ковалишин

РЕТРОСПЕКТИВА ДОЛГОВОГО КРИЗИСА 1998 ГОДА: БЫЛА ЛИ АЛЬТЕРНАТИВА ДЕФОЛТУ?

Одной из составляющих российского финансового кризиса 1998 г., как известно, был серьезный кризис государственного долга. Дефолт по внутреннему и частично внешнему долгу привел к ощутимым потерям инвесторов и фактически лишил Россию доступа на рынки капитала. Однако непосредственный выигрыш от отказа обслуживать собственные долги оказался очень кратковременным, а перспектива длительной автаркии стала вполне реальной. Для России в ее нынешнем экономическом состоянии политика изоляционизма была, очевидно, чревата еще более серьезными экономическими потрясениями, и в этих условиях правительство было вынуждено приступить к тяжелому и длительному процессу реструктуризации своих долгов, конца которому, во всяком случае пока, не видно. Между тем незавершенность процесса реструктуризации препятствует улучшению рейтинговых позиций России, мешает притоку иностранных инвестиций, значительно сужает возможности и снижает эффективность макроэкономической политики.

От России требуют уже с 2001 г. возобновить выплаты по долгам бывшего СССР, однако возможностей по рефинансированию хотя бы части текущих платежей наша страна по-прежнему лишена. Неравномерный график платежей, даже с учетом последних реструктуризаций обязательств перед Лондонским клубом и держателями ОВВЗ-3, все еще создает серьезную нагрузку на бюджет, причем именно на ближайшую перспективу (см. рис. 1).

Стремительный рост положительного сальдо торгового баланса и связанное с ним увеличение золотовалютных резервов Банка России дали возможность в 2000 г. значительной части кредиторов, например членам Парижского клуба, отказаться от ведения переговоров и требовать полной уплаты долга. По их расчетам, если потенциал бюджета по обслуживанию госдолга будет исчерпан, на долговые выплаты могут быть направлены резервы ЦБР. Однако, как известно, прогнозы – дело неблагодарное, в особенности если это касается прогноза цен (а именно от качества прогнозов мировых цен на энергоносители – основную составляющую российского экспорта – в значительной степени зависят показатели платежного баланса), и это со всей очевидностью показали события конца 2000 г., когда котировки нефти рухнули на 20%. Россия вновь стоит перед необходимостью во что бы то ни стало снизить нагрузку по обслуживанию обязательств, а это значит, что тяжелый переговорный процесс будет продолжен и проблема госдолга по-прежнему будет занимать центральное место в экономической жизни страны.



Источник: Минфин

Рис. 1. График выплат по внешним долгам по состоянию на конец 2000 г. (факт)

В этой связи встает резонный вопрос, а возможно ли было заранее избежать такого развития событий? Так ли был необходим дефолт, принесший столько дополнительных проблем?

На самом деле, еще в конце 1997 г. ряд экономистов, и сотрудники ИФИ в том числе, анализируя проблемы с платежным балансом, говорили о необходимости проведения девальвации рубля¹. Параллельно, в качестве возможного решения проблемы внутреннего долга, которая стала проявляться примерно в тот же период, предлагался обмен части короткого внутреннего долга на длинные внешние обязательства.

Основной проблемой при проведении подобного рода анализа *ex ante* является слабая предсказуемость ряда ключевых показателей платежного баланса, включая товарный импорт и экспорт. Кроме того, существенную роль в части решения проблемы госдолга играет прогнозирование способности бюджета обслуживать и погашать свои обязательства. В отличие от прогнозов *ex ante* ретроспективные прогнозы *ex post* позволяют, хотя бы частично, избежать подобных проблем.

Думается, что ответы на поставленные выше вопросы, пусть и спустя два с половиной года после кризиса, представляют несомненный интерес, в том числе и с точки зрения решения будущих задач управления госдолгом. Поэтому в рамках данного исследования мы сделаем попытку ретроспективно оценить возможные последствия рыночного переоформления ГКО в еврооблигации до августовского кризиса в сочетании с

¹ См., например, Попов В. «Уроки валютного и биржевого кризиса в странах Юго-Восточной Азии». Вопросы экономики, №12, 1997; Вавилов А., Трофимов Г. «Я знаю, кризис будет». Деньги, 15 декабря, 1997.

различными допущениями о времени девальвации рубля и постараемся ответить на основной вопрос – была ли реальная альтернатива дефолту.

1. КРАТКАЯ ПРЕДЫСТОРИЯ

1.1. Внутренний долг

Как известно, экспансия внутреннего госдолга стала следствием отказа от практики инфляционного финансирования бюджетного дефицита для стабилизации макроэкономической ситуации. Уже во второй половине 1995 г., последовательно жесткая кредитно-денежная политика в сочетании с развитием рынка ГКО/ОФЗ позволила стабилизировать инфляционные ожидания, хотя цена этой стабилизации оказалась достаточно высока. Ограниченное предложение ликвидности как следствие жесткой монетарной политики, слабая банковская система и неопределенный исход президентских и парламентских выборов не позволили значительно снизить реальный процент в экономике. Напротив, вплоть до середины 1996 г. наблюдалось устойчивое увеличение реальных ставок, приводивших при стабильности темпов инфляции к росту номинального процента и доходности госбумаг.

Рост стоимости обслуживания долга сопровождался проблемами фискального характера: предвыборная гонка помимо прямых издержек требовала от властей резкого сокращения бюджетной задолженности, что в сочетании с заметным снижением налоговой дисциплины привело к стремительному росту внутреннего долга еще в начале 1996 г.

Для расширения емкости рынка ГКО/ОФЗ, повышения его ликвидности и снижения стоимости заимствований власти вскоре приняли решение о допуске на рынок нерезидентов. В ограниченном виде этот процесс был запущен еще в феврале 1996 г., но широкий допуск иностранных инвесторов пришелся все же на август того же года. Приход нерезидентов действительно позволил значительно сократить стоимость обслуживания внутреннего долга и стабилизировать его накопление, однако наличие устойчивого дефицита бюджета и слабое налоговое администрирование не позволяли добиться более существенных сдвигов. Долг, накопленный еще в период высоких ставок, требовал постоянного рефинансирования, а дефицитный бюджет нуждался в новых источниках финансирования. При этом сам по себе внутренний долг характеризовался исключительно коротким сроком до погашения, что делало ситуацию с его обслуживанием потенциально еще более нестабильной.

На фоне устойчивого снижения доходностей по ГКО/ОФЗ после прихода нерезидентов власти предпринимали попытки увеличения дюрации рублевого госдолга. К сентябрю 1997 г. средний срок до погашения вырос со 105 дней в начале 1996 г. до 230.

Однако дальнейшее удлинение долговых обязательств было сопряжено со значительным увеличением издержек на обслуживание и ограничивалось консерватизмом участников рынка². Опасность наличия большого краткосрочного долга, в полной мере проявившаяся в августе 1998-го, усугублялась еще и тем, что по условиям доступа нерезидентов на рынок ГКО/ОФЗ они должны были заключать обратные форвардные сделки, фактически хеджируя все валютные риски. Первоначально обязанности хеджера выполнял ЦБР, позднее – коммерческие банки. Кроме того, банки и некоторые компании сами по себе охотно брали короткие иностранные кредиты опять-таки главным образом для вложений в ГКО. И в том, и в другом случае российские коммерческие структуры были абсолютно уверены в неизбежности заявленных целевых ориентиров курсовой стоимости рубля. Активно наращивая валютные обязательства, они тем самым брали на себя значительные риски и создавали потенциальную угрозу для платежного баланса страны.

Фактически уже к концу 1997 г. в экономике сложилась потенциально опасная ситуация. На рынке внутреннего долга ежемесячные издержки по обслуживанию обязательств в среднем в полтора раза превышали доходы федерального бюджета. Иными словами, лишившись возможности рефинансирования долга, правительство было бы вынуждено пойти или на масштабный дефолт, или на эмиссионное финансирование долга с последующей инфляцией. Между тем захеджированные позиции нерезидентов, доля которых на рынке ГКО/ОФЗ к началу 1998 г. достигла почти 30%, создавали дополнительную угрозу для и без того слабого платежного баланса.

В этой ситуации стала в полной мере проявляться слабость позиции Банка России, который, с одной стороны, до конца 1997 г. активно поддерживал рынок госдолга, предоставляя все больше необеспеченной ликвидности. С другой же стороны, ЦБР был по статусу обязан заботиться о стабильности национальной валюты, что в условиях коридора предполагало, наоборот, связывание ликвидности для снижения вероятности атак. Очередное повышение ставок на рынке ГКО/ОФЗ поставило Центробанк перед выбором: или ставки и госдолг, или защита рубля. Руководство Банка России выбрало второе, повышая ставку рефинансирования и осуществляя масштабные валютные интервенции.

Несмотря на трудности с внутренним долгом, возможность объявления дефолта по ГКО/ОФЗ в конце 1997-го широко еще не обсуждалась, хотя проведение девальвации уже практически стало рассматриваться как вопрос времени (этот факт отражался в устойчивом росте доходности рублевых инструментов). Низкие оценки вероятности дефолта в то время

² Формально в марте 1997 г. произошло резкое увеличение средней дюрации внутреннего долга почти до трех лет, однако это было связано с переформлированием задолженности Минфина перед ЦБР в 13 новых траншей ОФЗ общим объемом более 3% ВВП и сроками до погашения 4-16 лет. Новые обязательства практически не присутствовали на рынке, и вряд ли их можно рассматривать как значительный шаг вперед в части удлинения внутреннего долга.

объяснялись тем, что по большому счету размеры долга были далеки от критических по мировым меркам, составляя лишь около 15,5% ВВП. По сути, единственной, хотя и очень серьезной проблемой на тот момент являлся исключительно короткий срок до погашения этих обязательств. В 1998 г. эта потенциальная угроза реализовалась в форме отказа инвесторов рефинансировать долги правительства, и последнее приняло известное решение о дефолте.

1.2. Платежный баланс

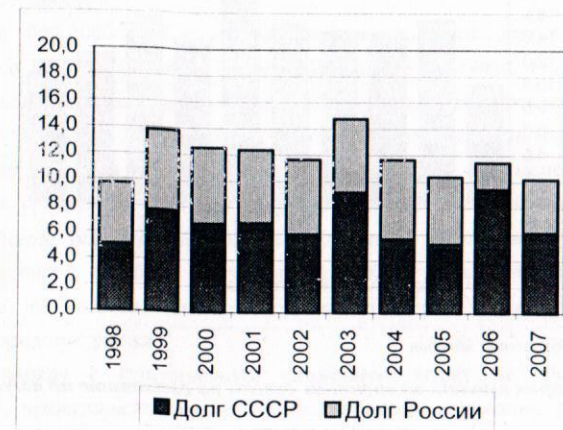
Отдельного упоминания заслуживает ситуация с платежным балансом, сложившаяся к началу 1998 г. Политика валютного коридора в сочетании с либерализацией внутренних рынков капитала привлекала иностранных инвесторов, главным образом портфельных, к приходу в Россию и приводила к росту реального курса рубля, который уже к середине 1996 г. укрепился почти на 80% по сравнению с началом 1995 г. Укрепление рубля стимулировало рост импорта, а произошедшее осенью 1997 г. падение цен на энергоносители давало почву для пессимистичных оценок перспектив торгового баланса.

В свою очередь, заметное присутствие портфельных инвесторов-нерезидентов на финансовых рынках, а также необходимость обслуживания внешнего долга означали достаточно регулярный отток процентных доходов по балансу услуг. Стремительно росла задолженность частного сектора, которая также требовала процентных выплат. К концу 1997 г. внешние обязательства коммерческих банков достигли 19,2 млрд долл., корпораций реального сектора – 13,6 млрд. Все это приводило к тому, что сальдо счета текущих операций балансировало практически на нулевом уровне.

Между тем, хотя начавшийся азиатский кризис и спровоцировал массовый приток иностранных инвестиций в страну в конце 1997 г. (за четвертый квартал объем портфельных инвестиций составил 29,4 млрд долл.), утечка капитала по-прежнему существенно ограничивала возможности капитального счета по улучшению состояния платежного баланса в целом. Прогнозы платежного баланса, делавшиеся в конце 1997 – начале 1998 гг., показывали значительное снижение официальных резервов, что в условиях валютного коридора могло спровоцировать атаку на российскую валюту. Эта угроза становилась еще более реальной, если учесть, что к концу 1997 г. обеспеченность резервами денежной базы опустилась ниже 50%, и это притом, что денежная база в известной степени является наиболее консервативным показателем ликвидности для оценок потенциала валютных атак.

1.3. Внешний долг

В отличие от ситуации с внутренним долгом обязательства России перед внешними кредиторами в конце 1997 г. еще не внушали серьезных опасений. Согласно оригинальному графику платежи по обслуживанию и погашению внешних обязательств в 1998-2005 гг. варьировались от 9,40 млрд долл. до 12,25 млрд, что не превышало 14% от экспорта и 3% от размера ВВП (см. рис. 2).



Источник: Минфин

Рис. 2. График выплат по внешним долгам по состоянию на конец 1997 г.

Общий объем внешней задолженности центрального правительства составлял чуть более 30% ВВП. По всем ключевым показателям долговой нагрузки способности России по обслуживанию своих обязательств, по крайней мере на краткосрочную перспективу, не вызвали серьезных опасений. Это отражали и кредитные рейтинги ведущих мировых агентств, по которым Россия стояла вплотную к инвестиционному уровню, и доходности по выпущенным в 1997 г. еврооблигациям, спред которых при размещении составлял всего 370-375 пунктов.

Однако уже в начале 1998 г. осложнение ситуации с обслуживанием внутреннего долга в рамках фиксированного курса национальной валюты стало сопровождаться усилением девальвационных ожиданий. В этих условиях ближайшие перспективы выплат по внешним долгам также ухудшались: в случае девальвации рубля платежи в иностранной валюте становятся гораздо более болезненными.

Между тем, решая проблему финансирования дефицита бюджета из источников, альтернативных рынку ГКО/ОФЗ, правительство незадолго до кризиса стало все более

активно использовать инструменты внешних займов, включая выпуск новых евробондов. Объем последних за первое полугодие вырос с 4,5 млрд долл. до 9,4 млрд. Этот показатель увеличился еще на 6,5 млрд долл. после того, как в конце июля правительство провело обмен части внутреннего долга на внешний (см. рис. 3).



Источник: Минфин

Рис. 3. График выплат по внешним долгам по состоянию на август 1998 г.

Но, несмотря на поддержку МВФ, усилия по ужесточению фискальной политики и стабилизацию накопления внутреннего долга за счет увеличения внешнего, доверие инвесторов быстро таяло. Спред размещения последних двух траншей еврооблигаций составил уже 940 базисных пунктов, а доходности на рынке ГКО/ОФЗ к тому времени достигли трехзначных значений. Все говорило о том, что время для таких шагов было уже упущено.

2. ПРОБЛЕМЫ ДОЛГА ДВА ГОДА СПУСТЯ

2.1. Внутренний долг

События августа 1998 г. фактически сняли проблему внутреннего долга федерального правительства с повестки дня: по 70% обязательств со сроком погашения в 1998-1999 гг. непосредственно был объявлен дефолт, по остальным бумагам торги были заморожены до января 1999 г., а в сочетании с 85%-ной инфляцией их обслуживание и вовсе перестало быть проблемой для бюджета. К тому же значительные объемы государственных

облигаций находились в портфелях ЦБР и Сбербанка, во взаимоотношениях с которыми Минфин мог рассчитывать на понимание.

Нагрузка по обслуживанию выпущенных в ходе реструктуризации ГКО/ОФЗ новых рублевых облигаций на сумму 170,5 млрд руб. и «старых» обязательств облегчалась наличием высокой инфляции, а также размещением нерыночных займов и выпуском облигаций для иностранных владельцев счетов типа «С» (последние размещались даже под отрицательную доходность).

В целом в 1999-2000 гг. обслуживание внутреннего долга составляло не более 60-70 млрд руб. – менее 10% от доходной части федерального бюджета. По сути, внутренний рынок госдолга перестал существовать. С одной стороны, после проведенной новации по дефолтированным бумагам доверие инвесторов к правительственным облигациям как безрисковым инструментам было серьезно подорвано, а вмененные риски не компенсировались уровнем доходности. С другой стороны, восстановлению рынка мешал коллапс крупнейших банков, до кризиса являвшихся основными игроками рынка внутреннего госдолга. Пробные размещения ГКО, организованные в 2000 г., характеризовались небольшими объемами, сравнительно невысоким процентом и низкой ликвидностью вторичного рынка.

Однако наряду с существенным снижением затрат на обслуживание долга отсутствие рынка правительственных облигаций принесло серьезные проблемы в части реализации денежно-кредитной политики. В 2000 г. Центральному банку пришлось решать сложную задачу управления инфляцией и обменным курсом в условиях устойчивого профицита платежного баланса. С одной стороны, без вмешательства ЦБР на валютном рынке приток экспортных доходов неминуемо привел бы к резкой ревальвации рубля. Это могло бы поставить под угрозу экономический рост, первоначальным толчком к которому послужила девальвация национальной валюты. С другой стороны, скупка валюты у экспортеров и наращивание золотовалютных резервов посредством увеличения денежной массы в условиях ограниченного роста спроса на деньги повлекло бы за собой ускорение инфляции. Объемы приобретаемой Центробанком валюты стремительно росли с 8% денежной базы в третьем квартале 1999 г. до 28% в четвертом, 37% в первом квартале 2000 г. и 65% во втором квартале.

До сих пор ЦБР удавалось решать задачу балансирования между инфляцией и ревальвацией с помощью увеличения остатков на счетах правительства и банковской системы. Бюджет характеризовался устойчивым профицитом, позволявшим накапливать резервы на текущих счетах. В то же время значительное сужение рынка внутренних государственных облигаций на фоне коллапса рынка межбанковских кредитов и объективно низкой активности российских банков по кредитованию реального сектора фактически

лишило банки альтернативных ликвидных инструментов, кроме как счета в ЦБР. Нет нужды говорить, что и тот, и другой инструмент стерилизации недостаточно надежен. Гораздо эффективнее было бы использовать для этих целей рынок госдолга, которого правительство и ЦБР после кризиса лишились.

2.2. Внешний долг

Стремительное накопление внешнего долга непосредственно перед кризисом в сочетании с девальвацией рубля поставили проблему обслуживания внешней задолженности России в разряд первоочередных. Сразу же после объявления дефолта российское правительство приступило к переговорам о реструктуризации суверенного долга со своими кредиторами, и по состоянию на конец 2000 г. в рамках реструктуризации внешнего долга бывшего СССР было заключено три ключевых соглашения.

Первое соглашение о реструктуризации советского долга было достигнуто в августе 1999 г. с кредиторами, входящими в Парижский клуб. В рамках договоренности платежи, приходящиеся на 1999-2000 гг. в объеме 8,3 млрд долл., были переоформлены в обязательства со сроками погашения 16-20 лет с льготными периодами в 1-1,5 года и нарастающими платежами. К 2001 г., когда вновь встал вопрос обслуживания долгов перед Парижским клубом, российские власти намеревались достигнуть договоренности о всеобъемлющей реструктуризации долга. Однако сильные позиции платежного баланса на данный момент делают вероятность заключения подобного соглашения в отношении оставшихся 38,5 млрд долл. долга крайне низкой.

Основным критерием необходимости реструктуризации внешнего долга для Парижского клуба является состояние платежного баланса, которое определяет количество иностранной валюты, поступающей в страну. Кредиторы, как правило, рассматривают золотовалютные резервы Центробанка как источник покрытия долговых выплат. В свою очередь, абсолютное большинство прогнозов платежного баланса, сделанных в конце 2000 г., включая прогноз МВФ, являются настолько оптимистичными, что кредиторы не видят никаких проблем в обслуживании и погашении госдолга.

В феврале 2000 г. после длительных переговоров было заключено первое всеобъемлющее соглашение с большой группой внешних кредиторов – Лондонским клубом. Долг в размере 31,8 млрд долл. был переоформлен в еврооблигации правительства России (ранее обязательства перед Лондонским клубом формально являлись долгами Внешэкономбанка) на сумму 21,2 млрд долл. Схема реструктуризации предусматривала списание, по разным оценкам, 40-50% долга по приведенной стоимости. Сокращение долга достигалось за счет как прямого списания номинала долга на 10,5 млрд долл., так и выигрыша от установления процентных ставок по новым бумагам ниже рыночного уровня.

Дополнительный выигрыш правительство России получило за счет увеличения сроков до погашения долговых обязательств. Новые еврооблигации имеют срок до погашения, равный 30 годам с 7-летним льготным периодом против 15-20 лет, остававшихся до погашения старых долговых требований.

Кроме того, в рамках разрешения дефолта в ноябре 1999 г. состоялся обмен облигаций ОВВЗ третьего транша (1,3 млрд долл. по номиналу) на пакет из новых бумаг. Инвесторы могли добровольно выбрать пакет из 8-летних валютных облигаций, аналогичных ОВВЗ, и 4-летних рублевых бумаг с купонной ставкой 15% в первый год и 10% годовых в последующие периоды. Потери инвесторов от предложенной схемы реструктуризации оказались сравнительно небольшими, поэтому Министерство финансов РФ уже 30 ноября 2000 г. завершило обмен, который первоначально был объявлен как бессрочный.

Тем не менее процесс реструктуризации внешнего долга протекает достаточно тяжело. За полтора года, прошедших после кризиса, реструктуризировано лишь около трети обязательств. Между тем неурегулированность дефолта по советским долгам по-прежнему препятствует выходу России на мировой рынок капитала и существенно ограничивает приток зарубежных инвестиций. Лишь к концу 2000 г. Россия стала восстанавливать кредитные рейтинги, получив «В-» (по методологии Standard&Poor's) против «ВВ-», который мы имели осенью 1996 г.

Помимо проблемы дефолта на ближайшую перспективу сохраняются серьезные трудности с текущими платежами по внешнему долгу. По существующему графику в ближайшие три года России предстоит выплачивать от 12,5 млрд долл. до 18,3 млрд, причем пик выплат придется на 2003 г., когда погашению будут подлежать два выпуска 5-летних еврооблигаций РФ на общую сумму более 1,5 млрд долл. и ОВВЗ-4 на 3,3 млрд долл. без учета соответствующих купонных выплат.

2.3. Платежный баланс

В отношении платежного баланса следует отметить устойчивый рост официальных резервов, наблюдавшийся в 1999-2000 гг. Причем основной рост ключевых показателей баланса пришелся на 2000 г. Положительное сальдо *счета текущих операций* в первой половине года составляло примерно 18% ВВП по сравнению с 3%-ным дефицитом в первой половине 1998-го. Это было связано с двумя основными факторами: резкой девальвацией рубля, повлекшей за собой сокращение импорта и некоторый рост объемов экспорта, а также стремительным повышением цен на сырьевой экспорт на мировом рынке. Кроме того, немаловажную роль сыграл отказ России от обслуживания долгов бывшего СССР, позволивших почти вдвое сократить процентные расходы по госдолгу.

Тот факт, что положительное сальдо текущего счета в 2000 г. превышало показатели 1999-го, отчасти отражает повышение цены поставляемого газа, на долю которого приходится около 15% российского экспорта (временной лаг в росте цен объясняется спецификой долгосрочных контрактов), а также продолжавшийся рост цен на нефть.

Увеличение стоимостных объемов экспорта сопровождалось достаточно слабым ростом импорта. Так, стоимость экспорта в первом полугодии 2000 г. составила 53,1 млрд долл. против 48,3 млрд во втором полугодии 1999-го и 36,6 млрд в первом полугодии, а показатели импорта за аналогичные периоды составили 27,8 млрд долл. против 27,5 млрд и 25,0 млрд соответственно.

В отношении *счета операций с капиталом* следует отметить рост иностранных активов российских резидентов, ставший в известной мере следствием преодоления негативных последствий кризиса. Основным источником увеличения активов России являются инвестиции российских предприятий и организаций за рубежом. Их объем значительно вырос уже в 1999 г. и составил 8 млрд долл. В 1999 г. остатки на счетах и депозитах российских резидентов в иностранных банках возросли на 3,9 млрд долл., а за первое полугодие 2000 г. — еще на 2 млрд. В связи с высокими ценами энергоносителей на мировых рынках в 1999 г. возросли также прямые инвестиции российских предприятий за рубежом, общий объем которых составил 2,1 млрд долл.

Между тем чистые притоки капитала остаются исключительно низкими: по итогам 1999 г. они близки к нулю, в то время как за 12 месяцев, предшествовавших кризису, этот показатель составлял около 14 млрд долл. До кризиса существенным источником роста международных обязательств России был сектор государственного управления. Однако дефолт по долговым обязательствам закрыл доступ на мировой рынок заимствований, а сохраняющиеся трудности со структурными реформами мешают массивному притоку прямых инвестиций. В 1999 г. государство привлекло кредитов всего на сумму 2,75 млрд долл. По предварительным оценкам, в 2000 г. сектор государственного управления получит еще меньший объем кредитов.

Вместе с тем Россия продолжала гасить основную сумму внешнего долга. В 2000 г. объем этой категории выплат составил 5,4 млрд долл. Кроме того, аналогичные выплаты российских компаний составили около 5 млрд долл.

Существенным источником роста международных обязательств России в 2000 г. являлись инвестиции иностранных компаний в российские предприятия, причем основная форма инвестиций приходилась на кредиты. За первую половину 2000 г. общий объем инвестиций в российскую экономику составил 4,7 млрд долл., а всего по итогам года, по данным Минэкономразвития, суммарный объем инвестиций достигнет 12 млрд долл.

Несмотря на положительные тенденции в экономике, прямые инвестиции в Россию по-прежнему остаются на крайне низком уровне. В 1999 г. их уровень несколько вырос по сравнению с 1998-м, но объем в 4,3 млрд долл. никак нельзя считать значительным. А за первое полугодие 2000 г. приток прямых иностранных инвестиций даже уменьшился, составив 1,7 млрд долл.

Прирост положительного сальдо счета текущих операций по-прежнему сопровождался достаточно высокими темпами *утечки капитала*. Одним из наиболее распространенных показателей, характеризующих бегство капитала из страны, является сумма неполученных доходов от экспорта, невозвращенных авансов по импорту, неэквивалентного бартера и статьи «Ошибки и пропуски»³. Анализ этой суммы показывает, что оттоки частного капитала усилились непосредственно в период кризиса 1998 г., несколько уменьшились в начале 1999-го, но во второй половине 1999 г. и начале 2000-го оттоки капитала продолжались, хотя и не столь высокими темпами, как до кризиса. Отчасти снижение темпов оттока капитала можно отнести на счет положительных тенденций в экономике, наблюдаемых последнее время, а также ужесточения валютного контроля со стороны ЦБР, включая повышение нормы обязательной продажи валютных доходов от экспорта до уровня 75% и обязательное депонирование денежных средств при авансировании импортных поставок. Кроме того, существенную роль оказало введение ограничений на репатриацию средств, вложенных нерезидентами в ГКО/ОФЗ, по которым был объявлен дефолт.

Учитывая неустойчивость мировой конъюнктуры на рынках основных экспортных товаров России, прежде всего нефти, на ближайшую перспективу можно ожидать сокращения стоимостных объемов экспорта. Между тем укрепление рубля в реальном выражении будет, по всей видимости, стимулировать увеличение импорта.

Сохранение положительных тенденций в области экономического роста и восстановление позиций России на мировых рынках капитала, хотя и достаточно медленное, позволят несколько увеличить как объем предоставляемых стране внешних кредитов, так и прямых иностранных инвестиций в частный сектор. Благодаря этому отрицательное сальдо счета операций с капиталом без дальнейших реструктуризаций внешней задолженности должно снизиться. В этих условиях динамика золотовалютных резервов будет оставаться позитивной, хотя темпы роста этого показателя существенно замедлятся.

³ IMF (2000), «Russian Federation: Staff Report for the 2000 Article IV», Staff Country Report № 00/145.

3. РЕТРОСПЕКТИВНЫЕ ОЦЕНКИ

Из проведенного выше анализа следует, что в конце 1997 г. правительство имело уникальный шанс по кардинальному изменению макроэкономической ситуации и, возможно, по предотвращению кризиса 1998 г. С одной стороны, в области платежного баланса уже четко наметились перспективы неизбежной девальвации рубля. Начала ухудшаться ситуация с внутренним долгом: впервые после достаточно длительного периода роста цен стали снижаться котировки ГКО/ОФЗ. С другой стороны, положение на рынке внутреннего госдолга было еще далеко от критического, а ситуация с внешними обязательствами России и вовсе не внушала инвесторам опасений.

Как уже отмечалось выше, основной проблемой, связанной с рублевыми обязательствами центрального правительства, была краткосрочность заимствований. Попытки удлинения сроков обращения госбумаг не находили поддержки у инвесторов, а ресурсов на полный отказ от внутренних заимствований не было из-за плачевного положения бюджета. Фактически у правительства оставался единственный шанс избежать коллапса рынка ГКО/ОФЗ – конвертировать внутренний долг во внешний, который даже в тот период характеризовался несравнимо более дальними сроками погашения. Успешное размещение первых евробондов показывает, что такой своп мог быть достаточно эффективно проведен.

Для того чтобы вернуть доверие инвесторов к способности правительства обслуживать долговые обязательства, обмен прежде всего должны были подлежать наиболее короткие госбумаги – ГКО, чья средняя дюрация к концу 1997 г. составляла менее 150 дней. На тот момент объем ГКО в обращении оценивался в 271,3 млрд руб. по номиналу. Учитывая тот факт, что во второй половине 1997 г. расходы по обслуживанию и погашению ГКО/ОФЗ порой в два с половиной раза превышали доходы бюджета, необходимо было обменять достаточно большую часть задолженности по ГКО.

В своих расчетах мы исходили из переоформления около 71% обязательств по ГКО (половины рыночной стоимости долга по ГКО/ОФЗ). Возможно, обмен меньшей доли долга также позволил бы стабилизировать ситуацию и за счет сохранения возможностей по рефинансированию избежать дефолта. Однако сохранявшийся риск девальвации неизбежно привел бы к росту доходностей на рынке, что при условии сохранения значительной части коротких бумаг неизбежно повлекло бы стремительное увеличение расходов по рефинансированию. При переоформлении более 70% ГКО необходимость рефинансирования основной массы бумаг переносилась бы на более дальние сроки – уже после девальвации, когда опасность лавинообразного роста расходов по обслуживанию долга исчезла бы сама собой.

Тем не менее на повестке дня оставалась бы проблема платежного баланса. Конечно, с одной стороны, переоформление ГКО в евробонды позволило бы значительно сократить отток средств нерезидентов, наблюдавшийся незадолго до кризиса, – стабильность внутреннего рынка государственных облигаций, несомненно, уменьшила бы панику. Однако, с другой стороны, увеличение внешних обязательств неизбежно повлекло бы за собой рост процентных выплат по долгу пропорционально объему переоформленных обязательств. Между тем проведение свопа до девальвации привело бы к значительному увеличению нагрузки со стороны внешних обязательств после того, как рубль был бы обесценен по отношению к мировым валютам.

В рамках представленных ниже расчетов мы исследовали оба возможных варианта: обмен до и после девальвации. Разумеется, положение бюджета во втором случае оказывается гораздо более предпочтительно – на обмен внутреннего долга приходится потратить гораздо меньше внешних обязательств. Однако рассмотрение обоих вариантов среди прочего позволяет ответить на вопрос – а можно ли было решить проблему внутреннего долга без использования инструмента девальвации? Насколько серьезной стала проблема ГКО/ОФЗ уже к началу 1998 г.?

3.1. Обмен в конце 1997 г. с девальвацией в августе 1998 г.

Рассмотрим гипотетический вариант, когда в конце 1997 г. правительство проводит обмен половины долга по ГКО/ОФЗ на еврооблигации. Как известно, условия любой рыночной своп-сделки предусматривают равенство обмениваемых дисконтированных потоков на момент совершения обмена. Иными словами, рыночная стоимость⁴ обмениваемых ГКО с учетом текущего валютного курса должна была быть равной приведенной стоимости размещаемых еврооблигаций.

На момент обмена (конец 1997 г.) рыночная стоимость выпущенных ГКО/ОФЗ составляла 340,5 млрд руб. (после деноминации). Таким образом, приведенная стоимость ГКО, участвующих в своп-сделке, составила 170,25 млрд руб. или 28,5 млрд долл. по официальному курсу.

Учитывая тот факт, что самой длинной российской еврооблигацией, выпущенной в 1997 г., была 10-летняя бумага, мы исходили из того, что обмен ГКО будет производиться на 10-летние евробонды с купонной ставкой 9,4% годовых. Для простоты будем считать, что

⁴ В данном случае мы подразумеваем эквивалентность рыночной и фундаментальной стоимостей. По нашему мнению, рынок ГКО в конце 1997 г. вполне мог рассматриваться как эффективный – цены госбумаг адекватно отражали имевшуюся информацию о состоянии эмитента, а сам рынок находился в конкурентном равновесии (по крайней мере, в смысле Бертрона) и, следовательно, рыночные цены отражали фундаментальную стоимость облигаций на тот момент.

купон выплачивается раз в год (к августу 1998 г. этим свойством характеризовалась треть выпуска еврооблигаций РФ), а номинал – равными долями амортизируется в течение всего срока жизни выпуска. Выбор размера купонной ставки обуславливается, с одной стороны, тем, что купонные ставки по реально выпущенным к тому моменту облигациям составляли от 8,75% до 10% годовых (в этом случае ставка 9,4% является средним показателем), а с другой – преобладающей на момент обмена рыночной доходностью торговавшихся бумаг. Допущение относительно характера купонных выплат подразумевает, что цена размещения новых бумаг будет равна номиналу, который, в свою очередь, должен быть эквивалентен стоимости обмениваемых ГКО (28,5 млрд долл.).

Ключевой особенностью предлагаемого обмена внутреннего долга на внешний является допущение о том, что реализация этой сделки позволит гарантированно избежать дефолта по ГКО/ОФЗ и тем самым сохранить доверие инвесторов, в том числе и иностранных. Таким образом, в обмен на увеличение долгового бремени со стороны внешних обязательств Россия сохраняет за собой возможность частичного рефинансирования текущих платежей за счет выпуска нового долга. В своих расчетах мы исходили из того, что новые обязательства также имеют 10 лет до погашения, однако в целях упрощения выкладки структура выплат по ним аналогична ипотечным облигациям: основная часть амортизируется таким образом, чтобы в течение всего срока жизни новых обязательств общий размер платежей, включая проценты, был одинаков.

В силу того, что мы рассматриваем долг федерального правительства, для определения степени текущей платежеспособности необходимо задать предельно допустимую нагрузку на федеральный бюджет. По нашим оценкам, эта доля составляет примерно 25% от общих доходов. Для сравнения: в 1997-2000 гг. фактически выплаченная сумма по обслуживанию и погашению внешнего долга варьировалась в пределах 25-30% от доходов. Единственным исключением стал 1999 г., когда из-за девальвации произошло резкое сокращение размеров бюджета в долларовом выражении и относительная доля платежей составила около 40%. Однако реально эти платежи в значительной мере были осуществлены из резервов ЦБР.

В рамках данного варианта реструктуризации мы предполагаем, что конвертация долгов позволит избежать лишь дефолта: из-за слабости платежного баланса в августе 1998 г. все равно происходит резкая девальвация рубля, причем в таких же масштабах, как и во время реального августовского кризиса. Из-за наличия больших обязательств в иностранной валюте банковская система также испытывает масштабный шок.

Разумеется, в случае проведения своп-сделки давление на валютный рынок, связанное с массированным выводом средств иностранных инвесторов с рынка ГКО/ОФЗ и отчасти рынка акций, скорее всего, было бы меньше и, следовательно, девальвация

национальной валюты оказалась бы менее болезненной. Кстати говоря, практически все исследователи⁵, указывавшие на необходимость девальвации незадолго до кризиса, прогнозировали гораздо меньшие масштабы девальвации по сравнению с реально имевшимися место. Тем не менее мы позволим себе исходить из фактической динамики курса в 1998-2000 гг. по нескольким соображениям:

– во-первых, существует ряд работ⁶, в которых анализируется российский кризис, где спекулятивная атака на валютном рынке называется основной причиной кризиса, т.е. действия участников валютного рынка рассматриваются в значительной степени независимо от немонетарных макроэкономических характеристик, включая состояние бюджета и долговую нагрузку. Собственно валютный кризис, по мнению этих исследователей, в случае России был в определяющей мере спровоцирован действиями Центробанка, который одновременно поддерживал практически фиксированный курс рубля и расширял денежное предложение;

– во-вторых, допущение о сохранении масштабов девальвации позволяет провести ретроспективные расчеты, отталкиваясь от фактических последствий девальвации для российской экономики и, в частности, для платежного баланса. Искусственные ограничения на темп девальвации рубля во второй половине 1998 г. потребовали бы дополнительных предположений, которые могли бы ухудшить и без того достаточно грубую модель;

– наконец, на наш взгляд, допущение о темпах девальвации российской валюты в случае паники, аналогичной наблюдавшейся в 1998 г., в значительной мере определяется спекулятивными действиями участников валютного рынка, предсказывать которые достаточно сложно. Вынужденный отказ от режима фиксации курса сам по себе является достаточно сильным шоком, способным, особенно на первом этапе, спровоцировать массовый вывод «горячего» капитала из страны. Иными словами, выход инвесторов с российского рынка вполне мог бы оказаться сопоставимым с фактически наблюдавшимся в 1998 г.

Наряду с предположением о девальвации рубля в августе 1998-го мы исходим из того, что и после обмена российское правительство наращивало бы объемы внешнего долга для финансирования текущего дефицита бюджета в тех же объемах, что и без свопа. Кроме того, летом 1998 г. Россия очевидно получила бы валютный кредит МВФ на стабилизацию обменного курса. Единственным исключением в наших расчетах стали два выпуска

⁵ Попов В. «Уроки валютного и биржевого кризиса в странах Юго-Восточной Азии». Вопросы экономики, №12, 1997; Вавилов А., Трофимов Г. «Я знаю, кризис будет». Деньги, 15 декабря, 1997.

⁶ Илларионов А. «Был ли августовский кризис фискальным кризисом?», «Фискальная политика и управление государственным долгом». / Сборник статей. – М., 2000; Монтеес М., Попов В. «Азиатский вирус или голландская болезнь?» – М., 2000.

еврооблигаций, эмитированных в конце июля 1998 г. в рамках своп-сделки с ГКО (обмен ГКО в конце 1997 г. снял бы такую необходимость).

Допущение о том, что обмен долга не оказал значительного влияния на масштабы девальвации, позволяет нам использовать с незначительными корректировками фактические данные по российской экономике в 1999-2000 гг., равно как и строить прогноз на их основе (см., например, таблицу 1.1 в Приложении 1). В рамках расчетных сценариев мы исходили из того, что реальный рост российской экономики в 2001 г. снизится с 7%, фактически наблюдаемых в 2000-м, до 5% в год и останется на этом уровне в будущем. В свою очередь, темпы инфляции (по ИПЦ) опустятся с 20,2% в 2000 г. до 15% в 2001-м, затем плавно снизятся до 5% к 2005 г. и зафиксируются на этом уровне.

Реальный курс рубля⁷ с ростом экономики очевидно будет устойчиво повышаться – этот процесс обычно наблюдается в странах, испытывающих подъем. Однако сами по себе темпы укрепления российской валюты первое время будут снижаться по мере восстановления реального курса, резко снизившегося в результате девальвации. Уже в 2001 г., по нашим оценкам, рубль вырастет на 10% против 16%-ного роста в 2000 г. В дальнейшем темп укрепления национальной валюты опустится до 5% в год к 2004 г. Более быстрое укрепление рубля, на наш взгляд, маловероятно, учитывая твердую позицию властей по недопущению высоких темпов ревальвации национальной валюты. На этом фоне средний номинальный курс рубля вырастет с 24,8 руб. за доллар в 1999 г. до 30,9 руб. в 2003-м.

Учитывая тот факт, что отечественный сырьевой комплекс в значительной мере ориентирован на экспортные поставки, для полноценной оценки перспектив российской экономики необходимо сделать ряд предположений о состоянии платежного баланса и положении предприятий экспорто-ориентированных и импортозамещающих отраслей, служивших основой роста в 1999-2000 гг.

В своих расчетах мы предполагали постепенное снижение средних цен на нефть на мировых рынках с 26,4 до 20,0 долл. за баррель сорта Brent в течение трех лет с 2001-го по 2003 г. В этой связи следует отметить, что долгосрочный равновесный уровень нефтяных цен находится вблизи отметки 18 долл. за баррель, т.е. гораздо ниже уровня, сложившегося в 2000 г. Это обуславливает нисходящую динамику для цены сырой нефти. Тем не менее в случае благоприятного стечения обстоятельств для российской внешнеторговой позиции, по крайней мере, к 2003 г. котировки нефти на мировом рынке будут оставаться на достаточно высоком уровне. Конфликт на Ближнем Востоке, вновь обострившийся в конце 2000 г., а также жесткость позиции стран-членов ОПЕК в части поддержания высоких цен на нефть

⁷ Здесь и далее под курсом рубля подразумевается обменный курс рубля к доллару США.

делают такую перспективу вполне реальной. На этом фоне мы прогнозируем постепенное снижение объемов товарного экспорта со 100 млрд долл. лишь до 94,2 млрд к 2003 г. На фоне укрепления рубля будет происходить и плавное восстановление показателей товарного импорта, который, по нашим оценкам, к 2003 г. вырастет с 45,8 млрд долл. до 57,7 млрд.

Оценки перспектив платежного баланса на более длительный период (на 2004 г. и далее) в принципе затруднены неопределенностью внешнеторговой конъюнктуры. Однако, как будет видно из представленных результатов, критическим периодом для российской экономики будет являться период до 2003 г. включительно. Этот временной промежуток определяется неравномерным графиком платежей, сложившимся к 1998 г. Как показывают наши расчеты, при заложенных в модель темпах роста экономики необходимость в использовании кредитов Банка России для осуществления долговых выплат после 2003 г. не превышает 0,6 млрд долл. для любого сценария. В этом случае появление возможной угрозы валютного кризиса (см. ниже) будет в минимальной степени определяться ситуацией с государственным долгом и, следовательно, выходит за рамки данного исследования, где платежный баланс представляет интерес исключительно с точки зрения достаточности золотовалютных резервов ЦБР для обслуживания и погашения внешнего долга.

Номинальный объем ВВП в долларовом эквиваленте начиная с 2000 г. будет плавно восстанавливать утраченные позиции. К 2003 г. мы прогнозируем этот показатель на уровне 357 млрд долл. против 432,2 млрд в 1997 г. и 181,2 млрд в 1999-м.

Доходы бюджета на уровне центрального правительства до 2000 г. в расчетах брались исходя из фактически достигнутого уровня. Так, этот показатель к 2000 г. увеличивается до 16,3% ВВП против 11,0% в 1998 г. В дальнейшем мы предполагаем снижение относительной доли федерального бюджета к ВВП до 15% к 2003 г. и стабилизацию доходов на этом уровне.

Прогноз бюджетных поступлений позволяет оценить верхний предел возможностей центрального правительства по выполнению своих обязательств перед внешними кредиторами (25% от доходной части бюджета). Если этой суммы оказывается недостаточно, мы предполагаем, что оставшаяся часть платежа осуществляется за счет прямого заимствования у Центрального банка (по аналогии с 1999 г., когда выплаты по внешнему долгу практически полностью финансировались за счет Банка России).

Вообще говоря, кредиторы, как правило, рассматривают правительство в единой связке с формально независимым Центральным банком, поэтому приток экспортных доходов, оседающий в резервах ЦБР, также рассматривается как источник покрытия долговых выплат. Кроме того, с точки зрения платежного баланса нет никакой разницы между тем, кто платит по долгам, – важен лишь отток валюты сам по себе. Между тем практика выплат по долгам правительства с помощью золотовалютных резервов

Центрального банка не всегда безопасна. Дело в том, что формально у ЦБ и Минфина принципиально разные цели и задачи: Министерство финансов заботится о выполнении бюджета, а Центробанк контролирует денежное предложение и поддерживает заранее заданные параметры курсовой политики. Когда резервов много, кредитование правительства в твердой валюте не несет риск макроэкономической дестабилизации. Однако в том случае, когда появляется угроза недостаточности резервов, возникает явный конфликт интересов. Именно такой случай мы наблюдали в конце 1997 – начале 1998 гг., когда перед Банком России встала дилемма: поддерживать или внутренний рынок госдолга, или фиксированный курс рубля. В результате Минфин лишился прямой поддержки монетарной власти.

В нашем случае в качестве формального признака достаточности резервов выбран традиционный показатель – объем трехмесячного импорта. Снижение размера резервов ниже этого предела мы будем рассматривать как потенциальную угрозу атаки на валютном рынке. В условиях фиксированного курса (до середины 1998 г.) это будет означать прямое давление на ЦБР, аналогичное тому, которое фактически наблюдалось летом 1998-го. Если же размер резервов будет недостаточен и после отказа от фиксации курса, угроза девальвации будет означать риск снижения курса по отношению к прогнозным показателям со всеми вытекающими последствиями, включая возможный инфляционный шок и увеличение нагрузки со стороны внешнего долга на федеральный бюджет.

Наконец, еще одной угрозой, которую можно отследить в ходе предлагаемых ниже сценарных расчетов, является угроза дефолта, когда размер ожидаемых в следующем году дополнительных кредитов со стороны ЦБР превышает существующий размер официальных резервов. Как известно из теоретической литературы⁸, посвященной вопросам долговых кризисов, в большинстве случаев дефолт является следствием самореализующегося кризиса рефинансирования. В данном случае недостаточность текущих резервов для обеспечения будущих выплат может повлечь за собой кризис госдолга, даже если прогноз платежного баланса позволяет рассчитывать на дополнительный приток валюты. Того факта, что правительство при формировании бюджета уже «истратило» все резервы Центробанка, будет достаточно для возникновения реальной угрозы кризиса, ведь в случае ошибки в прогнозе (что, вообще говоря, является обычным делом) резервов у страны не остается.

3.1.1. Базовый сценарий

Итак, без учета увеличения внешней задолженности России, связанной с реоформлением ГКО, график платежей по состоянию на август 1998 г., т.е. фактическое расписание выплат без учета обязательств по последним двум траншам еврооблигаций,

⁸ См., например, Cole H., Kehoe T. (2000). «Self-Fulfilling Debt Crises». Review of Economic Studies 67, pp. 91-116.

предполагал бы выплату 10 млрд долл. в 1998 г. Этот график иллюстрирует базовую ситуацию, в которой дефолта по ГКО/ОФЗ удалось избежать без проведения какого-либо обмена, сохранив при этом доступ к международным рынкам капитала. При допущении о рефинансировании 8 млрд долл. ежегодно, начиная с 1999 г., по условиям, изложенным нами выше (аналогичным графику платежей по ипотечной облигации), размер выплат плавно растет до 24,5 млрд долл. к 2003 г., а затем снижается и стабилизируется на уровне 20-21 млрд вплоть до 2007 г. Размер рефинансирования был выбран исходя из фактических значений в 1997 и 1998 гг. – 8,8 и 10,6 млрд долл. соответственно. С одной стороны, предположение о доступности этих ресурсов представляется достаточно реальным, а с другой – как показывают наши расчеты, даже этого объема рефинансирования оказывается достаточно для достижения стабилизации ситуации с госдолгом на достаточно длительную перспективу⁹. Причем рефинансирование в 1999-м и последующих годах осуществляется под 10% годовых – ставку, превалировавшую перед финансовым кризисом 1998-го.

Как видно из таблицы 1.1 (см. Приложение 1), в 1997 и 1998 гг. состояние золотовалютных резервов указывает на наличие угрозы валютного кризиса, причем если в 1997 г. отклонение фактического уровня резервов от критической величины незначительно (около 0,1 млрд долл.), то в 1998 г. дефицит резервов составляет уже 3,35 млрд долл., или более 30% от общей величины резервов. Между тем угрозы дефолта нет: максимальное заимствование средств у ЦБР на осуществление долговых выплат составляет всего 3,1 млрд долл. в 2003 г. В большинстве случаев правительство обходится своими силами, естественно при помощи механизма частичного рефинансирования долга. Однако после девальвации 1998 г. полностью исчезает и угроза новых атак на российскую валюту – резкой девальвации 1998-го достаточно для активизации хозяйственного процесса в стране и улучшения состояния платежного баланса.

К 2001 г. золотовалютные резервы Банка России превышают 33 млрд долл., и хотя в дальнейшем наблюдается некоторое уменьшение этого показателя, даже в относительно неблагоприятный 2003 г. они остаются выше 30-миллиардной отметки.

⁹ В своих расчетах мы оценивали перспективы ситуации с государственным внешним долгом на период до 2030 г., т.е. на срок наиболее длинного долгового обязательства России, существующего на данный момент. Однако, в силу очевидных сложностей прогнозирования всего спектра макроэкономических показателей на столь дальнюю перспективу, во всех сценариях мы считаем, что как максимум к 2007 г. динамика ВВП, инфляции, обменного курса и других используемых нами показателей выходит на стационарную траекторию. Представленные таблицы ограничиваются периодом 1996-2007 гг., но во всех рассматриваемых нами сценариях ситуация не претерпевает никаких принципиальных изменений за пределами этого промежутка времени.

3.1.2. Оптимистичный сценарий

В рамках оптимистичного сценария мы исходили из того, что после проведения обмена более 70% выпущенных ГКО на еврооблигации у России будет возможность рефинансирования долговых платежей на сумму 11 млрд долл. ежегодно в течение всех последующих лет (этот объем примерно соответствует уровню, фактически достигнутому в 1998 г.). В этой связи следует отметить, что преимущества большого рефинансирования далеко не так очевидны. С одной стороны, результатом свопа ГКО является непосредственное увеличение долговой нагрузки со стороны внешнего долга, действительно требующей по возможности большего рефинансирования. Однако, с другой стороны, коль скоро рефинансирование осуществляется под рыночный процент, новые обязательства заметно увеличивают будущие платежи по долгу. Как будет видно далее, динамика официальных резервов и дополнительных кредитов Банка России, необходимых для осуществления долговых выплат, в рамках оптимистичного сценария, вообще говоря, не будет всегда самой лучшей по сравнению с другими сценариями.

Вернемся к оптимистичному варианту. Как видно из динамики резервов ЦБР, угроза валютного кризиса, хотя пока и слабая, возникает уже в 1997 г. – объем официальных резервов примерно равен 3-месячному импорту. В 1998 г. увеличение размеров внешнего долга за счет обмена ГКО приводит к росту платежей более чем в полтора раза по сравнению с базовым сценарием. Рост оттока капитала обуславливает снижение резервов в 1998 г. до 5,6 млрд долл., усиливая тем самым девальвационные ожидания, которые в августе вынуждают власти отказаться от режима валютного коридора.

По аналогии с последствиями реального финансового кризиса ослабление рубля приводит к улучшению состояния внешнеторгового баланса, а начавшийся в 1999 г. рост цен на экспортные товары, прежде всего нефть, позволяет достаточно быстро восстановить резервы до 10,8 млрд долл. Учитывая сокращение импорта, этот объем золотовалютных резервов оказывается достаточным, чтобы не допустить дальнейшего резкого снижения курса. Иными словами, в рамках рассматриваемого сценария динамика обменного курса рубля полностью совпадает с фактически наблюдавшейся с 1998 г.

Увеличившаяся нагрузка на платежный баланс, связанная с необходимостью обслуживать больший объем внешнего долга, компенсируется возможностью рефинансирования части обязательств в размере 11 млрд долл. в год. Причем если сразу после валютного кризиса было бы логично ожидать некоторого роста доходности российских долгов – рефинансирование в 1999 г. осуществляется под 15% годовых, то в дальнейшем мы предполагали снижение этого показателя до 10%.

Улучшение внешнеторговой позиции России позволяет наращивать резервы вплоть до 2001 г., когда их размер достигает локального максимума на отметке 30 млрд долл.

Однако увеличение долговой нагрузки в 2002-2003 гг. приводит к снижению этого показателя до 27 млрд. В свою очередь, на 2003 г. приходится и наибольший разрыв бюджетного финансирования долговых платежей – около 6,7 млрд долл., которые правительство вынуждено занимать у Банка России. В дальнейшем нагрузка на резервы со стороны госдолга резко снижается до 0,6 млрд долл. в 2004-м и до нуля в 2005-м, где и остается вплоть до конца исследуемого периода (т.е. до 2030 г.).

Следует обратить особое внимание на то, что динамика курса после девальвации 1998 г. полностью снимает угрозу дополнительных атак на рубль. Аналогично, несмотря на рост долговой нагрузки, возможность рефинансирования части долга, а также достаточно высокий объем золотовалютных резервов исключают угрозу дефолта.

3.1.3. Нейтральный сценарий

В рамках нейтрального сценария делается предположение о том, что в 1999 г. из-за финансового кризиса, хотя и не предусматривающего дефолт, все-таки происходит временное ухудшение возможностей рефинансирования долга до 7 млрд долл., которое, однако, к 2003 г. плавно восстанавливается до 11 млрд. При этом доходность инструментов рефинансирования удерживается на уровне 15% вплоть до 2003 г. и лишь затем снижается до 10% годовых.

Логика данного допущения проста – экономические проблемы в стране-должнике всегда вызывают тревогу у кредиторов. Обычно это сопровождается падением цен на существующие долги и сокращением лимита кредитования. Период восстановления доверия кредиторов в данном случае выбран достаточно длительным, отчасти в силу того, что в реальной жизни доходность российских еврооблигаций после кризиса установилась именно на уровне 15%. Разумеется, немаловажную роль в этом сыграли потрясения на рынках развивающихся стран (в частности, Аргентины и Турции), а также действия монетарных властей США и Европы, стабильно повышавших процентные ставки в 1999-2000 гг.

Как видно из таблицы 1.3 (см. Приложение 1), невозможность рефинансирования долга в большем объеме приводит к тому, что резервы ЦБР в 1999 г. хотя и растут, но лишь до 6,8 млрд долл., не снимая полностью угрозы продолжения валютного кризиса – под спекулятивным давлением рубль может упасть более глубоко по сравнению с наблюдавшейся в реальной жизни динамикой. Более того, потребности бюджета в валютных кредитах Банка России возрастают до 7 млрд долл., притом что в резервах у ЦБ на конец 1998 г. остается лишь 5,6 млрд. Иными словами, в 1999 г. наряду с угрозой дальнейших атак на рубль возникает реальная опасность самоисполняющегося долгового кризиса. Несмотря на то, что состояние платежного баланса даже с учетом возросших платежей по госдолгу позволяет нарастить резервы, нервы инвесторов могут не выдержать и заложенное в расчетах

7-миллиардное рефинансирование может оказаться гораздо меньше. А в силу того, что с учетом новых кредитов размер резервов составит лишь 6,8 млрд, даже полное использование ресурсов ЦБ, включая золото, не позволит гарантированно выполнить долговые обязательства. В этом случае дефолт останется едва ли не единственным выходом.

Если же рефинансирование в предусмотренных объемах все же будет предоставлено и финансового кризиса 1999 г. удастся избежать, в дальнейшем экономика страны уже не будет находиться под угрозой столь масштабных потрясений. Резервы к концу 2000 г. достигнут 24,2 млрд долл., размер дополнительных кредитов правительству на обслуживание долга снизится до 2,1 млрд. С точки зрения бюджета напряженным будет лишь 2003 г., когда от ЦБР потребуются помощь в размере около 6 млрд долл. Однако к тому моменту официальные резервы достигнут 29 млрд долл. и никакой угрозы с точки зрения платежного баланса не возникнет.

3.1.4. Пессимистичный сценарий

В силу того, что реакция инвесторов на девальвацию и связанные с ней потрясения, включая резкий рост цен и трудности банковской системы, аналогичные наблюдавшимся дефакто в 1998 г., достаточно неопределенна, в рамках пессимистичного сценария мы предполагали, что объем доступного рефинансирования в 1999 г. опустится еще ниже — до 4 млрд долл. Соответственно полное восстановление объема доступных кредитов произойдет лишь к 2007 г. При этом динамика доходностей по новым займам останется в рамках допущений нейтрального сценария.

Ужесточение последствий финансового кризиса 1998 г. влечет за собой более серьезные последствия для властей. Резервы ЦБР к 1999 г. падают до 3,8 млрд долл., объем необходимых кредитов правительству со стороны Банка России на обслуживание внешнего долга увеличивается до 10 млрд долл. Несмотря на то, что в 2000 г. рост цен на мировых рынках основных экспортных товаров, а также сокращение импорта из-за эффекта девальвации значительно улучшают состояние платежного баланса, объем дополнительных кредитов остается слишком велик, чтобы можно было полностью исключить возможность дефолта не только в 1999-м, но и в 2000-м.

Однако уже начиная с 2001 г. ситуация начнет выправляться. Хотя существенный рост резервов не будет наблюдаться еще в течение трех лет (вплоть до 2004 г.), их абсолютного объема будет достаточно для того, чтобы исключить возможности новых кризисов. Между тем потребность в поддержке правительства со стороны Банка России сохранится: объем необходимых допкредитов будет варьироваться от 2,6 млрд долл. в 2002 г. до 6,5 млрд в 2003-м.

3.1.5. Выводы

Таким образом, из проведенных выше расчетов видно, что обмен части внутреннего долга на внешний в принципе мог бы быть эффективно проведен в конце 1997 г. Неизбежное при этом увеличение нагрузки на платежный баланс было бы компенсировано сохранением возможности рефинансирования и улучшением торгового баланса благодаря эффекту импортозамещения, а также росту цен на российский экспорт с начала 1999 г.

Между тем проведение своп-сделки перед девальвацией рубля, которая объективно напрашивалась в конце 1997 г., поставило эффективность такой схемы реструктуризации долга в сильную зависимость от возможностей страны по рефинансированию своих обязательств. При сохранении объемов нового кредитования, по крайней мере на уровне 1998 г. (что предусматривает оптимистичный сценарий), проведение девальвации в середине 1998 г. окончательно снимает все проблемы с платежного баланса России. При этом очевидным преимуществом такого развития событий по сравнению с реальной жизнью стало бы сохранение доверия кредиторов, которое помимо непосредственного выигрыша от возможности рефинансирования части обязательств означало бы сохранение или только незначительное ухудшение кредитного рейтинга, возможность использования предоставленных к тому времени экспортных кредитных линий и т.п., не говоря уже об отсутствии явных и неявных издержек по проведению переговоров о реструктуризации. Наконец, сохранение внутреннего рынка государственного долга позволило бы более эффективно решать текущие проблемы, подобные дилемме инфляция-ревальвация.

Как показывает проведенный выше анализ, в случае более негативной реакции инвесторов на валютный и, возможно, банковский кризис в России ситуация могла бы ухудшиться. Однако в своих ретроспективных прогнозах платежного баланса за 1998-2000 гг. мы исходили из фактически наблюдавшейся динамики основных показателей платежного баланса. Очевидно, что нормализация вопросов госдолга за полгода до августовского кризиса значительно уменьшила бы отток иностранных инвестиций, прежде всего портфельных, которые по итогам года снизились с 46 млрд долл. до 9 млрд. Не были бы столь провальными с точки зрения притока инвестиций и 1999-2000 гг. В свою очередь, иной оказалась бы и динамика официальных резервов, поэтому использованный при анализе термин угрозы того или иного кризиса, на наш взгляд, является вполне корректным, тем более что по абсолютным показателям ни валютный, ни долговой кризис не были неизбежны даже в рамках наиболее консервативного прогноза.

Тем не менее очевидно, что проведение девальвации рубля перед обменом, т.е. тоже в конце 1997 г., позволило бы значительно сократить образовавшуюся в результате свопа дополнительную нагрузку на платежный баланс и сделать всю схему реструктуризации

более устойчивой. Анализ этого варианта и посвящен следующий раздел данного исследования.

3.2. Девальвация в конце 1997 г. с обменом в начале 1998 г.

3.2.1. Базовый сценарий

Анализ возможности девальвации рубля еще в конце 1997-го естественно потребовал от нас пересмотра ключевых макроэкономических показателей. Несмотря на то, что девальвация российской валюты в этом случае, скорее всего, оказалась бы менее значительной, мы использовали наиболее консервативные оценки последствий таких действий, «перенесли» фактически наблюдавшиеся макроэкономические показатели на полгода назад. Иными словами, всплеск инфляции при наших сценарных расчетах наблюдался не осенью 1998-го, а в начале года; эффект импортозамещения начал работать на полгода раньше; соответственно на несколько месяцев раньше начался хозяйственный подъем; иной стала динамика ВВП, доходов бюджета и золотовалютных резервов ЦБР. Динамика основных макроэкономических показателей в рамках такого ретроспективного прогноза представлена в таблице 2.1 (см. Приложение 2).

Проведение девальвации перед реструктуризацией долга позволило сократить объем обмениваемых ГКО в долларовом выражении с 28,5 млрд долл. до 11,1 млрд по приведенной стоимости. Масштабы девальвации курса непосредственно после отказа от режима валютного коридора определялись по аналогии с фактическим падением номинального курса с конца июля по конец сентября 1998 г. (в августе ЦБР еще предпринимал попытки фиксации курса, хотя и на более высоком уровне).

Как и при исследовании вариантов с реструктуризацией долга перед девальвацией, мы рассмотрим три полностью аналогичных сценария: оптимистичный, нейтральный и пессимистичный.

3.2.2. Оптимистичный сценарий

Как и ранее в рамках оптимистичного сценария (см. таблицу 2.2 в Приложении 2), мы исходили из того, что объем доступного рефинансирования госдолга в 1999-2000 гг. сохранится на уровне 11 млрд долл. Выпуск новых долгов в 1998 г. предполагался равным фактически наблюдавшимся объемам. Разумеется, новые еврооблигации, выпущенные российским правительством в рамках обмена ГКО в июле 1998 г., были исключены из рассмотрения. Доходность обязательств, выпускаемых для рефинансирования в 1998 г., по допущению увеличивалась до 15% из-за внешних факторов, включая проблемы развивающихся стран, а также как временная реакция на девальвацию внутри страны.

В этих условиях уже в 1998 г. полностью исчезает какая бы то ни было угроза кризиса: золотовалютные резервы продолжают расти и в 1998-м, и в 1999-м, достигая к 2001 г. 42,2 млрд долл. И хотя затем рост долговой нагрузки дает о себе знать, и к 2003 г. этот показатель падает до 35,4 млрд, размер резервов остается достаточно высоким, чтобы исключить любые спекулятивные атаки на российскую валюту, способные изменить выбранную динамику курса.

В свою очередь, подъем экономики, начало которого сместилось почти на полгода назад, позволил сохранить стабильность бюджета, несмотря на рост долговой нагрузки. В рамках оптимистичного сценария единственным годом, когда правительству потребуются кредиты ЦБР, да и то лишь в размере чуть более 1 млрд долл., является 2003 г. с его пиковыми выплатами. В остальное время бюджет будет способен решить проблему обслуживания обязательств самостоятельно.

3.2.3. Нейтральный сценарий

Ситуация в рамках нейтрального сценария (см. таблицу 2.3 в Приложении 2) при последовательности девальвация-реструктуризация кардинально отличается от результатов, полученных нами при анализе варианта с девальвацией в августе 1998 г., несмотря на такое же ухудшение условий рефинансирования. Существовавшая в 1997 г. угроза валютного кризиса исчезает сразу после перехода к плавающему курсу рубля, а динамика резервов остается достаточно хорошей, чтобы полностью исключить опасность дефолта. И хотя объем резервов Банка России в 1998 г. сокращается, их абсолютная величина достаточна для того, чтобы поддержать правительство. Тем более что необходимость в кредитах ЦБР остается небольшой: всего 0,8 млрд долл. в 2003 г. При этом, как видно из таблицы 2.3 (см. Приложение 2), меньший объем новых кредитов, взятых на рефинансирование текущих платежей в 1998-2001 гг., обусловил снижение чистой долговой нагрузки в 2002-2003 гг. по сравнению с оптимистичным сценарием. После «критической точки» 2003 г. объем золотовалютных резервов продолжает плавный рост, а необходимость в кредитовании правительства на погашение долговых обязательств полностью отпадает.

3.2.4. Пессимистичный сценарий

Наиболее четко различие между вариантами, предусматривающими различные последовательности проведения реструктуризации и девальвации, видно из анализа пессимистичного сценария (см. таблицу 2.4 в Приложении 2). Если в предыдущем варианте с девальвацией в августе 1998 г. угроза валютных атак (т.е. более сильного обесценения рубля по сравнению с фактически наблюдавшимся) сохранялась еще в 1999 г., а возможность дефолта оставалась реальной и в 2000-м, то сейчас ситуация оказывается принципиально

иной. Действительно из-за роста долговой нагрузки на фоне значительного ухудшения условий рефинансирования в 1998 г. объем официальных резервов снижается почти на 4 млрд долл., а необходимый размер кредитов ЦБР возрастает до 1,9 млрд. Тем не менее и в том, и в другом случае платежеспособность государства, равно как и достаточность ресурсов на поддержку национальной валюты, не вызывает сомнений. Уже в 2000 г. благодаря росту экспортных цен резервы более чем восстанавливаются до 35,4 млрд долл., а потребность в кредитах Центробанка и вовсе отпадает.

4. Выводы

Как показывает анализ, проблему государственного долга, как внутреннего, так и внешнего, можно и нужно было решать еще в конце 1997 г., когда для этого сложились все обстоятельства. На рынке ГКО/ОФЗ только намечались грядущие проблемы. Ситуация на рынке внешних обязательств была как никогда благоприятной. Иностранные инвесторы еще рассматривали Россию в качестве «тихой гавани» на фоне разворачивавшихся кризисных событий в Юго-Восточной Азии и скорых проблем в Латинской Америке.

Конвертация внутреннего долга во внешний позволяла комплексно решить не только проблему дефолта 1998 г., но и широко обсуждаемую сегодня долговую проблему 2003 г. Недопущение дефолта помимо непосредственного выигрыша в виде возможности рефинансирования существующих обязательств принесло бы массу дополнительных преимуществ для России, включая сохранение кредитного рейтинга, с которым инвесторы ассоциируют инвестиционную привлекательность страны, и экономию на понесенных в реальной жизни переговорных издержках. Россия не потеряла бы более двух лет с точки зрения потоков иностранного капитала, сохранила бы свое лицо на политической арене. Более эффективной могла бы быть монетарная политика.

Кроме того, проведение девальвации рубля (если не полный отказ от режима валютного коридора) еще в конце 1997 г., когда она окончательно назрела, позволяло, по меньшей мере, значительно сократить последствия решения долговой проблемы с помощью своп-сделки. Не говоря уже о том, что шок, который испытала российская экономика в августе-сентябре 1998 г., мог быть гораздо менее болезненным.

К сожалению, характеристики финансового кризиса 1998 г. сегодня изменить уже нельзя. Перед Россией стоят другие задачи – выход из состояния дефолта через проведение дальнейших реструктуризаций, организация текущей работы по управлению долговыми обязательствами и предотвращение возможных проблем с госдолгом в 2003 и 2005 гг. Но это вовсе не означает, что изучение прошлых ошибок лишено всякого смысла. Учиться у истории никогда не поздно.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1.
ОБМЕН ГКО НА ЕВРООБЛИГАЦИИ В КОНЦЕ 1997 ГОДА С ДЕВАЛЬВАЦИЕЙ РУБЛЯ В АВГУСТЕ 1998 ГОДА

Таблица 1.1

Базовый сценарий

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ВВП, млрд долл.	432,2	270,9	181,2	244,9	282,9	320,8	357,0	393,6	434,0	478,5	527,5
Реальный рост ВВП	0,9%	-4,9%	3,2%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Инфляция (ИПЦ)	10,9%	84,5%	36,7%	20,2%	15,0%	12,0%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Укрепление рубля	1,1%	-40,8%	-0,5%	16,0%	10,0%	8,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Средний курс (руб./долл.)	5,8	10,0	24,8	27,5	28,8	29,8	30,9	31,8	31,8	31,8	31,8
Ставка процента по рефинансированию	-	-	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Платежи	15,2	10,0	14,8	15,0	16,5	18,4	24,5	19,6	20,0	21,3	20,9
Рефинансирование	8,8	10,6	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Чистые платежи	6,4	-0,6	6,8	7,0	8,5	10,4	16,5	11,6	12,0	13,3	12,9
Доходы бюджета в % ВВП	12,3%	11,0%	13,4%	16,3%	15,9%	15,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Предель бюджетных платежей	13,3	7,5	6,1	10,0	11,2	12,4	13,4	14,8	16,3	17,9	19,8
Допкредиты ЦБР	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Резервы ЦБР	17,8	11,1	13,1	29,3	33,2	32,4	30,5	-	-	-	-
Предель резервов ЦБР	17,9	14,5	9,9	11,5	12,6	13,6	14,4	-	-	-	-
Угроза валютного кризиса	есть	есть	нет	нет	нет	нет	нет	-	-	-	-
Угроза дефолта	нет	нет	нет	нет	нет	нет	нет	-	-	-	-

Таблица 1.2
Оптимистичный сценарий

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ставка процента по рефинансированию	—	—	15%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Платежи	15,2	15,5	20,1	20,8	22,6	24,8	31,0	26,4	27,0	26,6	28,2
Рефинансирование	8,8	10,6	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Чистые платежи	6,4	4,9	9,1	9,8	11,6	13,8	20,0	15,4	16,0	15,6	17,2
Доходы бюджета в % ВВП	12,3%	11,0%	13,4%	16,3%	15,9%	15,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Предел бюджетных платежей	13,3	7,5	6,1	10,0	11,2	12,4	13,4	14,8	16,3	17,9	19,8
Докремиты ЦБР	0,0	0,0	3,0	0,0	0,3	1,3	6,7	0,6	0,0	0,0	0,0
Резервы ЦБР	17,8	5,6	10,8	26,4	30,0	29,1	27,0	—	—	—	—
Угроза валютного кризиса	есть	есть	нет	нет	нет	нет	нет	—	—	—	—
Угроза дефолта	нет	нет	нет	нет	нет	нет	нет	—	—	—	—

Таблица 1.3
Нейтральный сценарий

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ставка процента по рефинансированию	—	—	15%	15%	15%	15%	15%	10%	10%	10%	10%
Платежи	15,2	15,5	20,1	20,0	21,6	23,8	30,3	26,0	26,6	26,2	27,8
Рефинансирование	8,8	10,6	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Чистые платежи	6,4	4,9	13,1	12,0	12,6	13,8	19,3	15,0	15,6	15,2	16,8
Доходы бюджета в % ВВП	12,3%	11,0%	13,4%	16,3%	15,9%	15,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Предел бюджетных платежей	13,3	7,5	6,1	10,0	11,2	12,4	13,4	14,8	16,3	17,9	19,8
Докремиты ЦБР	0,0	0,0	7,0	2,1	1,3	1,4	5,9	0,2	0,0	0,0	0,0
Резервы ЦБР	17,8	5,6	6,8	24,2	29,0	29,0	27,8	—	—	—	—
Угроза валютного кризиса	есть	есть	есть	нет	нет	нет	нет	—	—	—	—
Угроза дефолта	нет	нет	есть	нет	нет	нет	нет	—	—	—	—

Таблица 1.4
Пессимистичный сценарий

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ставка процента по рефинансированию	—	—	15%	15%	15%	15%	15%	10%	10%	10%	10%
Платежи	15,2	15,5	20,1	19,5	20,4	22,0	27,9	23,0	23,3	22,7	24,4
Рефинансирование	8,8	10,6	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	11,0
Чистые платежи	6,4	4,9	16,1	14,5	14,4	15,0	19,9	14,0	13,3	11,7	13,4
Доходы бюджета в % ВВП	12,3%	11,0%	13,4%	16,3%	15,9%	15,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Предел бюджетных платежей	13,3	7,5	6,1	10,0	11,2	12,4	13,4	14,8	16,3	17,9	19,8
Докремиты ЦБР	0,0	0,0	10,0	4,5	3,1	2,6	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Резервы ЦБР	17,8	5,6	3,8	21,8	27,2	27,8	27,1	—	—	—	—
Угроза валютного кризиса	есть	есть	есть	нет	нет	нет	нет	—	—	—	—
Угроза дефолта	нет	нет	есть	есть	нет	нет	нет	—	—	—	—

ПРИЛОЖЕНИЕ 2.

ДЕВАЛЬВАЦИЯ РУБЛЯ В КОНЦЕ 1997 ГОДА С ОБМЕНОМ ГКО НА ЕВРОБЛИГАЦИИ В НАЧАЛЕ 1998 ГОДА

Таблица 2.1

Базовый сценарий

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ВВП, млрд долл.	432,2	298,4	253,0	300,9	350,6	397,7	446,7	492,5	543,0	598,7	660,0
Реальный рост ВВП	0,9%	3,7%	3,2%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Инфляция (ИПЦ)	10,9%	126,5%	18,9%	15,0%	12,0%	10,0%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Укрепление рубля	1,1%	-37,6%	1,3%	15,0%	10,0%	8,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Средний курс (руб./долл.)	5,8	13,9	23,7	25,6	25,8	26,3	27,0	27,8	27,8	27,8	27,8
Ставка процента по рефинансированию	-	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Платежи	15,2	10,0	14,8	15,5	17,5	19,9	26,5	22,0	22,5	23,8	23,4
Рефинансирование	8,8	10,6	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Чистые платежи	6,4	-0,6	3,8	4,5	6,5	8,9	15,5	14,0	14,5	15,8	15,4
Доходы бюджета в % ВВП	12,3%	13,0%	15,0%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Предел бюджетных платежей	13,3	9,7	9,5	12,0	13,1	14,9	16,8	18,5	20,4	22,4	24,8
Докредиты ЦБР	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Резервы ЦБР	17,8	23,1	24,9	41,1	44,9	42,6	37,8	-	-	-	-
Предел резервов ЦБР	17,9	9,9	11,7	13,4	14,8	16,0	16,9	-	-	-	-
Угроза валютного кризиса	есть	нет	нет	нет	нет	нет	нет	-	-	-	-
Угроза дефолта	нет	нет	нет	нет	нет	нет	нет	-	-	-	-

Таблица 2.2

Оптимистичный сценарий

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ставка процента по рефинансированию	-	15%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Платежи	15,2	12,6	17,7	18,2	20,1	22,4	28,9	24,3	25,1	24,8	26,6
Рефинансирование	8,8	10,6	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Чистые платежи	6,4	2,0	6,7	7,2	9,1	11,4	17,9	13,3	14,1	13,8	15,6
Доходы бюджета в % ВВП	12,3%	13,0%	15,0%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Предел бюджетных платежей	13,3	9,7	9,5	12,0	13,1	14,9	16,8	18,5	20,4	22,4	24,8
Докредиты ЦБР	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Резервы ЦБР	17,8	20,5	22,0	38,3	42,2	40,0	35,4	-	-	-	-
Угроза валютного кризиса	есть	нет	нет	нет	нет	нет	нет	-	-	-	-
Угроза дефолта	нет	нет	нет	нет	нет	нет	нет	-	-	-	-

Таблица 2.3

Нейтральный сценарий

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ставка процента по рефинансированию	-	15%	15%	15%	15%	15%	15%	10%	10%	10%	10%
Платежи	15,2	12,6	17,0	17,3	19,2	21,7	28,5	24,4	25,2	24,9	26,7
Рефинансирование	8,8	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Чистые платежи	6,4	5,6	9,0	8,3	9,2	10,7	17,5	13,4	14,2	13,9	15,7
Доходы бюджета в % ВВП	12,3%	13,0%	15,0%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Предел бюджетных платежей	13,3	9,7	9,5	12,0	13,1	14,9	16,8	18,5	20,4	22,4	24,8
Докредиты ЦБР	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Резервы ЦБР	17,8	16,9	19,7	37,2	42,2	40,7	35,7	-	-	-	-
Угроза валютного кризиса	есть	нет	нет	нет	нет	нет	нет	-	-	-	-
Угроза дефолта	нет	нет	нет	нет	нет	нет	нет	-	-	-	-

Пессимистичный сценарий

Таблица 2.4

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ставка процента по рефинансированию	—	15%	15%	15%	15%	15%	15%	10%	10%	10%	10%
Платежи	15,2	12,6	16,4	16,1	17,4	19,3	25,6	21,0	21,6	21,4	23,1
Рефинансирование	8,8	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	11,0	11,0
Чистые платежи	6,4	8,6	11,4	10,1	10,4	11,3	16,6	11,0	10,6	10,4	12,1
Доходы бюджета в % ВВП	12,3%	13,0%	15,0%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Предел бюджетных платежей	13,3	9,7	9,5	12,0	13,1	14,9	16,8	18,5	20,4	22,4	24,8
Докреплены ЦБР	0,0	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Резервы ЦБР	17,8	13,9	17,3	35,4	40,9	40,1	36,7	—	—	—	—
Угроза валютного кризиса	есть	нет	нет	нет	нет	нет	нет	—	—	—	—
Угроза дефолта	нет	нет	нет	нет	нет	нет	нет	—	—	—	—

Г. Ковалишина

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, ВАЛЮТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ И КОНТРОЛЬ

ВВЕДЕНИЕ

Одними из причин долгосрочного и масштабного оттока капитала в рамках определенного государства считаются проведение неэффективной политики валютного регулирования, в частности неадекватный режим валютного курса, нестабильность гарантий по репатриации прибыли, жесткие валютные ограничения и др.

Девальвация рубля в 1998 г. укрепила позиции отечественных производителей и дала им возможности для расширения производства. Это, в свою очередь, простимулировало экспорт и обеспечило поддержку положительного баланса по текущим операциям. В то же время статистический анализ платежного баланса показывает, что отток капитала за 1999–2000 гг. существенно не изменился. Кроме того, нередко высказывается мнение, что административные меры по регулированию валютного рынка влияют на рост масштабов оттока капитала.

Вводя ограничения на потоки капитала, следует оценивать экономические потери и эффективность подобных мероприятий. Очевидно, что ни полный запрет для входа нерезидентов, ни абсолютная свобода потокам денег не являются оптимальной политикой. В таком случае, какие ограничения на передвижение капитала могут быть использованы властями? Мировая практика показывает, что вводимые ограничения могут быть крайне жесткими. Достаточно вспомнить, что в Чили в начале 90-х годов был введен минимальный срок вложений, равный одному году. Норма резервирования по иностранным вложениям составляла в Чили 30%, а в Колумбии — 47%. Под резервирование попадали торговые кредиты, что было обосновано необходимостью контроля за оттоком капиталов из страны. Для предотвращения накопления необеспеченной задолженности частными финансовыми институтами чилийские власти вводили ограничения на привлечение ими средств на внешних рынках. Эти правила запрещали заимствования для компаний с рейтингом ниже «BBB» и ограничивали абсолютные размеры привлеченных средств.

Наряду с этим следует не забывать, что эффективность и последствия этих ограничительных мер далеко не однозначны. Парадокс заключается в том, что при эффективной и устойчивой финансовой структуре государства меры по ограничению потоков капитала могут быть не нужны. В противном случае даже очень жесткие

Платежный баланс, валютное регулирование и контроль

Ковалишина Г.

1. Введение

Одними из причин долгосрочного и масштабного оттока капитала в рамках определенного государства считаются проведение неэффективной политики валютного регулирования, в частности неадекватный режим валютного курса, нестабильность гарантий по репатриации прибыли, жесткие валютные ограничения и др.

Девальвация рубля в 1998 г. укрепила позиции отечественных производителей и дала им возможности для расширения производства. Это, в свою очередь, простимулировало экспорт и обеспечило поддержку положительного баланса по текущим операциям. В то же время статистический анализ платежного баланса показывает, что отток капитала за 1999-2000 гг. существенно не изменился. Кроме того, нередко высказывается мнение, что административные меры по регулированию валютного рынка влияют на рост масштабов оттока капитала.

Вводя ограничения на потоки капитала, следует оценивать экономические потери и эффективность подобных мероприятий. Очевидно, что ни полный запрет для входа нерезидентов, ни абсолютная свобода потокам денег не являются оптимальной политикой. В таком случае, какие ограничения на передвижение капитала могут быть использованы властями? Мировая практика показывает, что вводимые ограничения могут быть крайне жесткими. Достаточно вспомнить, что в Чили в начале 90-х годов был введен минимальный срок вложений, равный одному году. Норма резервирования по иностранным вложениям составляла в Чили 30%, а в Колумбии - 47%. Под резервирование попадали торговые кредиты, что было обосновано необходимостью контроля за оттоком капиталов из страны. Для предотвращения накопления необеспеченной задолженности частными финансовыми институтами чилийские власти вводили ограничения на привлечение ими средств на внешних рынках. Эти правила запрещали заимствования для компаний с рейтингом ниже "BBB" и ограничивали абсолютные размеры привлеченных средств.

Наряду с этим следует не забывать, что эффективность и последствия этих ограничительных мер далеко не однозначны. Парадокс заключается в том, что при эффективной и устойчивой финансовой структуре государства меры по ограничению

потоков капитала могут быть не нужны. В противном случае даже очень жесткие ограничения могут оказаться недостаточными для гарантии безопасности финансовой системы. Более того, введение слишком жестких мер валютного регулирования грозит обернуться потерей властями контроля за оттоком капитала из страны.

В данной статье представлен обзор действий Центрального банка в области валютного регулирования и контроля, на основе которого был проведен анализ влияния действий Центрального банка России по валютному регулированию в период с 1994-го по 2000 г. на основные статьи платежного баланса.

2. Валютная политика в Советском Союзе

Практиковавшиеся Советским Союзом методы валютного регулирования являлись совершенно новыми как в теории, так и на практике. Система валютного регулирования была построена на ряде планов, из которых на первом месте по важности стоял план по внешней торговле, дополнявшийся так называемым "валютным" планом - содержащим утвержденный перечень поступлений по экспорту и платежей по импорту и, наконец, планами получения и погашения иностранных кредитов и накопления валютных ресурсов за счет внутренней добычи золота и скупки его у населения.

До наступления полосы валютно-финансовых кризисов 30-х годов важной частью усилий СССР являлось ведение переговоров о предоставлении внешних кредитов, увеличивающих импортные возможности страны. Широкое использование кредитных линий (несмотря на политические аспекты, СССР имел статус "хорошего" заемщика) привело к быстрому нарастанию объемов кредитной задолженности, однако уже к середине 30-х годов СССР смог погасить большую ее часть, а в послевоенный период почти прекратил заключение кредитных соглашений.

На протяжении всех послевоенных десятилетий экономика СССР развивалась в тесном взаимодействии с экономиками социалистических стран. Если говорить о валютном компоненте, то здесь центральным звеном выступает схема взаиморасчетов. Она прошла через ряд этапов: двусторонний клиринг, попытка установления многостороннего клиринга (1958-1963 гг.) и разработка системы многосторонних платежей на основе искусственно созданной валюты - переводного рубля.

Начиная со второй половины 50-х годов происходит существенное расширение экономических связей СССР с капиталистическим миром: возобновилась практика предоставления внешнеторговым организациям СССР сначала относительно небольших

"фирменных" кредитов, затем крупных субсидированных банковских кредитов и в начале 70-х годов была выработана форма компенсационных соглашений.

Немалая роль как источника поступления наличной валюты для СССР принадлежала экспорту нефти и вооружений, доля которых последовательно возрастала начиная с 60-х годов и превратилась в 70-е в важнейший по значимости источник конвертируемой валюты (в 1978 г. нефть дала порядка 5,5 млрд долл. из всего торгового экспорта СССР в 13,2 млрд). Другими важными источниками поступления конвертируемой валюты являлись золото, платина и алмазы. Согласно западным оценкам, продажа золота приносила в среднем 14-15% общей стоимости валютного экспорта и в 1978 г. приблизилась к 2,5 млрд долл.

Торговый баланс по "регулярной" торговле со странами Запада был традиционно дефицитным, однако платежный баланс, в особенности в 70-е годы (за исключением тех лет, когда СССР осуществлял крупные закупки зерна), сводился с избытком. Пассивное сальдо уравнивалось торговыми кредитами, а в окончательном варианте тремя балансовыми статьями: продажа нефти, золота, платины и алмазов; экспорт вооружений; чистый доход от услуг, в первую очередь морского фрахта и сухопутных транзитных перевозок между Западной Европой и Японией.

С точки зрения принятых на Западе критериев финансовое положение Советского Союза к 80-м годам можно было считать вполне благоприятным: общая сумма внешнего долга не превышала половины стоимости годового экспорта, а обслуживание долга не превышало 18%. Данная внешнеторговая позиция позволила Советскому Союзу резко увеличить импорт. Однако это оказало стране и плохую услугу, поставив в зависимость от импорта и оттянув назревшие структурные реформы.

Что касается определения валютных курсов рубля, то оно всегда имело под собой официально установленное золотое содержание валют и учет изменений их курсов к валютам с определенным золотым содержанием. После того как в 70-е годы капиталистические страны отказались от золотого эталона, в основе назначения курсов в конечном счете выступало изменение паритета покупательной способности денег, т.е. различия в движении индекса стоимости жизни и уровня инфляции по странам.

Говорить о валютной политике можно применительно к относительно небольшой группе стран, с которыми Советский Союз поддерживал довольно значительные экономические связи. Фундамент валютно-финансовых отношений социалистических и развивающихся стран составляли главным образом взаимная торговля и предоставление кредитов. СССР подходил к экономическим отношениям с "третьим миром" с сильно политизированных позиций: он вполне сознательно шел на менее выгодные для себя с

экономической точки зрения варианты ради более долговременных или сугубо политических расчетов. Товарооборот с развивающимися странами достиг к началу 80-х годов порядка 15% общего внешнеторгового оборота Советского Союза. Торговля с развивающимися странами неизменно велась в форме двустороннего клиринга, и при оказании экономической помощи и предоставлении кредитов большая их доля приходилась на товарные поставки. Контрактные цены и пересчет сальдо в твердую валюту определялся на основании курса переводного рубля.¹

В СССР валютная монополия существовала вплоть до конца 1980-х годов. Первые попытки ее трансформации выразились в принятом в 1991 г. Законе СССР "О валютном регулировании", а валютный контроль на том этапе был выведен за законодательные рамки.

3. Рыночные изменения

Переход с конца 1991 г. к политике либерализации экономики и внешнеэкономической деятельности внес существенные изменения. Тем не менее, ввиду того, что после принятия Указа Президента Российской Федерации "О либерализации внешнеэкономической деятельности на территории РСФСР", разрешившего всем предприятиям и объединениям осуществлять внешнеэкономическую деятельность без специальной регистрации и фактически открывшего свободный доступ любого хозяйствующего субъекта на внешний рынок, либерализация внешнеэкономической деятельности существенно опережала создание институтов и механизмов валютного контроля. Как следствие этого - массовая утечка капитала из страны. Так, невозврат валютной выручки в 1992-1993 гг., по самым оптимистичным оценкам, составлял около 50% от стоимости экспортированных товаров.

Фактически единственным органом валютного контроля в 1992-1994 гг. являлся только Банк России (Инспекция валютного контроля при Правительстве Российской Федерации в 1992 г. так и не была создана, а Федеральная служба России по валютному и экспортному контролю реально начала действовать только в 1994 г.). В рамках своей компетенции Банк России принимал меры, противодействовавшие схемам, по которым осуществлялся масштабный вывод капитала за границу.

Начиная с 1994 г. совместно с Государственным таможенным комитетом России (ГТК) была создана система таможенно-банковского валютного контроля за экспортно-импортными операциями резидентов, политика которой построена на "стыковке" по срокам и объемам стоимости перемещаемых через границу товаров и осуществленных платежей.

¹ Голланд Ю. (1993) "Опыт валютного регулирования в период НЭПа", ЭКО.

Если в конце 1991 г. через биржу еженедельно проходило в среднем 0,7-0,8% российского импорта в валюте, то через год этот показатель почти 20-кратно увеличился, составив около 15% импорта в валюте, а начиная с осени 1993 г. периодически заметно превышает масштабы импорта, правда, прежде всего за счет спекулятивной активности банков и закупок валюты под фиктивные импортные контракты.

4. Курс доллара в 1990-е годы

Важным компонентом валютного регулирования является режим курса рубля по отношению к иностранным валютам. Режим валютного курса несколько раз менялся за годы реформ. Основные этапы реформирования валютного режима в России и переход от замкнутой валюты к режиму частичной конвертируемости рубля сводятся к следующим.

- В ноябре 1991 г. Указ Президента России "О либерализации внешнеэкономических связей" обязал предприятия продавать государству 40% их валютной выручки.
- С декабря 1991 г. валютный курс рубля по неторговым операциям перестал быть фиксированным.
- В январе 1992 г. был установлен новый порядок обязательной продажи валютной выручки экспортерами. Продаже подлежали 50% выручки в пропорции 4:1 (Центральному банку и на валютной бирже соответственно). Одновременно перешли к новой системе валютных курсов - стал применяться плавающий рыночный курс рубля по отношению к доллару, устанавливавшийся на базе котировок Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), а также неизменный коммерческий курс, составлявший 55 руб./долл. США, который использовался для покупки у экспортеров той части валютной выручки, которая подлежала обязательной продаже.
- С марта 1992 г. была введена система специальных дотационных коэффициентов по поставкам товаров в рамках централизованного импорта.
- С 1 июля 1992 г. коммерческий курс рубля был отменен и введен единый плавающий курс рубля по всем видам операций, определявшийся на основе котировок ММВБ, и изменен порядок обязательной продажи валютной выручки - продаже по единому рыночному курсу подлежали 50% выручки: 30% - в резерв Центрального банка, 20% - на межбанковский рынок.
- В ноябре 1992 г. было разрешено проведение текущих операций резидентами практически без ограничений и свободный перевод капиталов и дивидендов от иностранных прямых инвестиций с исключениями для стран СНГ и Прибалтики. При

этом сохранено требование обязательной репатриации экспортной выручки, т.е. зачисления на счета в уполномоченных банках России, если иное не разрешено специальным постановлением Центрального банка.

- С января 1993 г. нерезидентам было разрешено продавать валюту на межбанковском рынке, а с июля 1993 г. - покупать. Тогда же Центральный банк ввел новую схему регулирования рублевых счетов нерезидентов, при этом с точки зрения развития конвертируемости рубля был сделан заметный шаг вперед - на счета нерезидентов могли зачисляться рубли, поступающие в оплату внешнеторговых контрактов; соответственно эти же средства могли использоваться в оплату товаров, импортируемых из России.
- С июля 1993 г. обязательная продажа 50% валютной выручки стала осуществляться исключительно через уполномоченные валютные биржи и было снято требование прямой продажи части выручки Центральному банку.
- С января 1994 г. запрещена продажа товаров на территории России за наличную иностранную валюту (с октября 1997 г. и за безналичную, включая использование валютных пластиковых карточек).
- Система плавающего курса просуществовала до июля 1995 г., когда был введен валютный коридор. Он ограничивал предел колебаний курса рубля по отношению к доллару (и другим валютам) верхним и нижним пределами.
- Система валютного коридора действовала до 17 мая 1996 г. С этой даты система курсообразования изменилась. Центральный банк России начал устанавливать скользящий обменный курс рубля на основе учета нескольких показателей: котировок ММВБ, котировок межбанковского валютного рынка, динамики инфляции, текущего спроса на валюту и ее превышения, состояния платежного баланса и золотовалютных резервов.

5. Послекризисный период

В послекризисный период (с сентября 1998 г.) Банку России за счет оперативного введения мер валютного регулирования и валютного контроля удалось добиться серьезных результатов.

В условиях существенного снижения в сентябре 1998 г. предложения валюты на внутреннем валютном рынке, произошедшего из-за задержки поступления в страну экспортной валютной выручки, и, учитывая, что она осталась практически единственным источником предложения валютных ресурсов, Банк России в сентябре-ноябре 1998 г. принял

пакет мер регулирующего воздействия, направленных на обеспечение полноты и своевременности репатриации валютной выручки и создание нового механизма регулирования внутреннего валютного рынка, отсекающего возможность спекулятивного давления на курс национальной валюты:

- совместно с ГТК России разработаны нормативные документы, усилившие контроль за репатриацией валютной выручки от экспорта товаров и повысившие ответственность экспортеров за ее незачисление на счета в уполномоченных банках в сроки, указанные в документах таможенно-банковского контроля;
- изменена система торгов иностранной валютой на межбанковских валютных биржах: введена специальная торговая сессия, на которой торговалась валюта с поставкой "сегодня";
- установлен более жесткий контроль со стороны уполномоченных банков за операциями клиентов при осуществлении ими покупки иностранной валюты за рубли на внутреннем валютном рынке и целевым использованием приобретенной валюты;
- организованы ежедневное статистическое наблюдение и контроль за движением средств на транзитных валютных счетах резидентов и продажей экспортной валютной выручки на межбанковских валютных биржах.

В результате реализации предпринятых мер было обеспечено стабильное предложение валюты на внутреннем валютном рынке за счет возврата в страну экспортной валютной выручки. Объемы ее продаж на специальных торговых сессиях ММВБ увеличились с 1,7 млрд долл. в сентябре до 2,5 млрд долл. в декабре 1998 г. и вышли в этом месяце на докризисный уровень.

Несмотря на наличие фактора сезонного сокращения поступлений валютной выручки в начале года (примерно на 1,5 млрд долл.), в январе 1999 г. наполняемость рынка валютными ресурсами удалось сохранить на уровне предыдущего месяца. Это явилось следствием увеличения норматива обязательной продажи части экспортной валютной выручки с 50% до 75%.

В начале 1999 г. обострилась проблема утечки капитала за границу по фиктивным импортным контрактам, предусматривающим 100%-ные авансовые переводы, преимущественно в офшорные зоны, масштабы которых в среднем за месяц достигли 1 млрд долл., в феврале-апреле 1999 г. Банком России в рамках своей компетенции были приняты следующие меры:

- установлен порядок валютного контроля со стороны уполномоченных банков за операциями их клиентов, связанными с переводами валюты за границу по договорам, имеющим признаки подозрительности и поэтому требующим повышенного внимания;
- введено требование обязательного открытия юридическими лицами-резидентами рублевых депозитов в уполномоченных банках в размере 100% средств, перечисленных на покупку валюты для оплаты импортных контрактов, предусматривающих авансовые платежи;
- ограничена покупка валюты уполномоченными банками на специальных торговых сессиях межбанковских валютных бирж от своего имени и за свой счет;
- запрещено проведение конверсионных операций рублевых средств нерезидентов по корреспондентским счетам иностранных банков, открытым в уполномоченных банках.

В результате реализации указанных мер ежемесячный несанкционированный вывоз капитала за границу в первом полугодии 1999 г., по оценке платежного баланса, сократился в 2,5 раза по сравнению с 1998 г. Уже в апреле 1999 г. спрос на иностранную валюту на специальных торговых сессиях межбанковских валютных бирж сократился по сравнению с мартом на 0,9 млрд долл. и в мае - еще на 0,4 млрд долл. Улучшилась структура платежей за импортируемые товары. Если в начале 1999 г. 50% импорта оплачивалось авансовыми платежами и 50% - после ввоза товара в страну, то в апреле доля авансовых платежей снизилась до 20% при одновременном росте доли оплаты импортируемых товаров после их ввоза до 80%, что соответствует международной внешнеторговой практике. Приостановлено наблюдавшееся в предыдущие месяцы значительное увеличение объемов переводов иностранной валюты в офшорные зоны. Это определило относительную стабильность валютного курса.

Весной 1999 г. по требованию МВФ были приняты решения об отмене к концу июня 1999 г. некоторых мер валютного регулирования (унифицирован валютный рынок, снят запрет на использование остатков средств на рублевых корреспондентских счетах иностранных банков для покупки валюты), в результате чего технические возможности банков и иных хозяйствующих субъектов реализовать свой спрос на валюту значительно расширились. Суммарно спекулятивный спрос на валюту на биржевом валютном рынке, не относящийся к удовлетворению потребностей реального сектора, достиг в августе 1999 г. 4 млрд долл. против 0,7 млрд долл. в июне.

Все это заставило Банк России принимать дополнительные меры, направленные на ограничение спроса на валюту на внутреннем валютном рынке и противодействие утечке валютных средств в оффшорные зоны. Только в июне-августе 1999 г. были приняты следующие нормативные акты:

- определен порядок установления уполномоченными банками корреспондентских отношений с банками-нерезидентами, зарегистрированными в оффшорных зонах, исходя из критериев рейтингов иностранных банков по степени их долгосрочной кредитоспособности, публикуемых ведущими зарубежными рейтинговыми агентствами, а также размера их собственных средств (капитала), который не должен быть меньше суммы, эквивалентной 100 млн евро;
- изменен порядок расчета и ужесточены лимиты открытой валютной позиции;
- упразднена специальная торговая сессия межбанковских валютных бирж, где осуществлялась обязательная продажа экспортной валютной выручки, а также покупка валюты преимущественно для оплаты импорта товаров;
- начала работу Единая торговая сессия (ЕТС), объединившая валютные торги на Московской межбанковской валютной бирже и на региональных межбанковских валютных биржах. При этом было сохранено обязательное предварительное депонирование средств на соответствующих счетах валютных бирж для участия в торгах. Главной особенностью ЕТС стало снятие ограничений на покупку иностранной валюты, которые были предусмотрены в рамках специальной торговой сессии.

Позднее, при благоприятной конъюнктуре мировых цен на нефть, Банк России отказался от введения административных ограничений и преимущественно использовал экономические инструменты валютного регулирования (например, валютная интервенция). Однако очевидно, что Банк России в рамках своих полномочий не в состоянии в одиночку противостоять такому широкомасштабному явлению, как утечка капитала из страны. Основная причина - несовершенство действующего российского законодательства.

6. Отток капитала

Осуществленная за годы реформ либерализация экономики привела к расширению внешнеэкономических связей России с внешним миром. В результате крупные предприятия начали создавать зарубежную инфраструктуру для обеспечения своего экспорта, импорта и кредитования. Объективная основа вывоза капитала из России определяется, прежде всего,

необходимостью обеспечения международного товарооборота и его коммерческого кредитования.

На самом деле, четко отделить экономически оправданный экспорт капитала из России, связанный, среди прочего, с созданием сбытовых сетей, закреплением перспективных активов и расширением возможностей функционирования российских компаний на мировом рынке, от собственно "бегства" капитала вряд ли возможно. Общий отток капитала представляет собой композицию экспорта и бегства капитала.

Экспорт капитала - нормальное экономическое явление, по определению подлежащее регулированию и не представляющее угрозы для национальной экономики. Понятие "бегство" капитала означает нелегальный вывоз капитала за границу, т.е. вывоз, осуществляемый с нарушением каких-либо норм законов страны происхождения.

Официальный вывоз капитала складывается из сумм, направляемых за границу в виде прямых и портфельных инвестиций, капитальных трансфертов, финансовых и коммерческих кредитов, предоставляемых экономическими субъектами негосударственного сектора, а также вывозимой наличной иностранной валютой (см. таблицу 1).

Таблица 1. Экспорт капитала

показатель	1995	1996	1997	1998	1999	2000Е	всего
Капитальные трансферты выплаченные	3,5	3,5	2,9	2,1	1,2	1,0	14,2
Прямые и портфельные инвестиции	2,1	1,0	2,8	1,3	1,8	1,1	10,1
Текущие счета и депозиты	-4,3	1,0	-1,0	-1,0	3,9	4,1	2,7
Наличная иностранная валюта	-0,2	8,9	13,4	-0,8	-0,9	-0,7	20,1
Всего	1,1	14,4	18,1	1,6	6,0	5,5	47,1
Всего без покупки валюты	1,3	5,5	4,7	2,4	6,9	6,2	27,0

Источник: рассчитано по данным платежного баланса, публикуемого Банком России

В платежном балансе также фиксируются суммы своевременно не поступившей в страну валютной выручки и непогашенных импортных авансов, причем рассматривать эти средства в качестве нелегально вывезенных представляется неправомерным, так как неизвестно, какая их часть впоследствии будет возвращена в виде погашения просроченной задолженности.

Косвенным показателем, характеризующим масштабы нелегальной утечки капитала из страны, может быть сумма, отражаемая по статье "Чистые ошибки и пропуски" платежного баланса. Устойчивое отрицательное ее значение может рассматриваться как свидетельство существования постоянного вывоза средств из страны, не учитываемого в других статьях платежного баланса. Источником отрицательного значения данной статьи могут выступать либо несоответствия объемов получаемой выручки данным об экспортных поставках при

агрегировании информации из различных источников, либо превышение суммы импортных авансов над стоимостью реально поставленных товаров. Однако, подобное несовпадение может объясняться не только постоянным нелегальным вывозом капитала, но и другими причинами, в число которых входят, например, несовершенство системы статистического учета, недоучет экспортно-импортных операций, производимых по каналам неорганизованной торговли, погрешности таможенной статистики, неучтенный ввоз наличной иностранной валюты и др.

При разработке мер по ограничению оттока капитала необходимо четко представлять источники этого явления. Тот отток капитала, который проходит по платежному балансу, можно условно разделить на составляющие: отток по линии внешней торговли (к нему можно отнести непоступление экспортной выручки, непоступление товаров и услуг в счет погашения импортных авансов, а также предоставленные торговые кредиты и авансы), отток по линии финансовых операций (включает вложения банков и нефинансовой сферы в зарубежные активы) и неучтенные операции в виде чистых пропусков и ошибок, традиционно относимые на "бегство" капитала из страны (см. таблицу 2). Отток капитала по внешнеторговым операциям, по нашим оценкам, за 2000 г. составил около 5,5 млрд долл. Это примерно 4% от внешнеторгового оборота. При этом наблюдается постепенное сокращение оттока капитала по этому каналу (в 1998 г. - 12%, в 1999 г. - 9%).

Таблица 2. Отток капитала по данным платежного баланса, млрд долл.

	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г. оценка
Отток по торговым операциям	19,3	18,3	15,5	10,1	8,5
по отношению к внешнеторговому обороту	12,2%	11,4%	11,7%	8,9%	4%
Отток по финансовым операциям (без наличной валюты)	3,0	4,1	1,3	6,2	5,5
Чистые ошибки и пропуски	8,6	7,8	7,9	8,9	9,9

Источник: Банк России

Другая картина происходит с оттоком капитала по линии финансовых операций. В 1999 г. этот отток, по нашим данным, составил порядка 6 млрд долл., а в 2000 г. - 5,5 млрд, причем тенденция роста утечки капитала наблюдалась сразу после кризиса и лишь в 2000 г. намечилось небольшое снижение данного показателя.

По нашим расчетам, с учетом показателя "Чистых ошибок и пропусков" отток капитала из корпоративного и банковского секторов в 1999 г. составил 25,2 млрд долл.² Для 2000 г., по нашим оценкам, данный показатель несколько ниже и составляет 23,9 млрд долл. Если анализировать официальные данные, то, по данным Минфина, отток капиталов из России в 1999-2000 гг. составил 23-25 млрд долл. в год по сравнению с 26,5 млрд долл. в

² Рассчитывается как сумма оттока по торговым и финансовым операциям и чистых ошибок и пропусков

1998 г. Но если оценивать отток в процентах от ВВП, то соотношение иное - в 1998 г. отток составлял 9,7%, в 1999 г. - уже 13,4%, а в 2000 г. - 10,3%. Что касается наличной валюты, то в 1999 г. население продавало валюту больше, чем в 1998 г. В то же время, благодаря усилиям Банка России и ГТК, невозврат валютной выручки от экспорта товаров и услуг сократился с 9-12% в 1996-1998 гг. до менее чем 4% в настоящее время.

Таким образом, проведенный нами качественный анализ оттока капитала показал, что ни кризис 1998 г., ни смена правительства за последние годы не оказали существенного воздействия на общий объем вывоза капитала. В то же время, оценка масштабов вывоза капитала из России во второй половине 90-х годов на основе данных платежного баланса составляет порядка четверти экспорта. А после августа 1998 г. вывоз капитала покрывался исключительно положительным сальдо текущего платежного баланса.

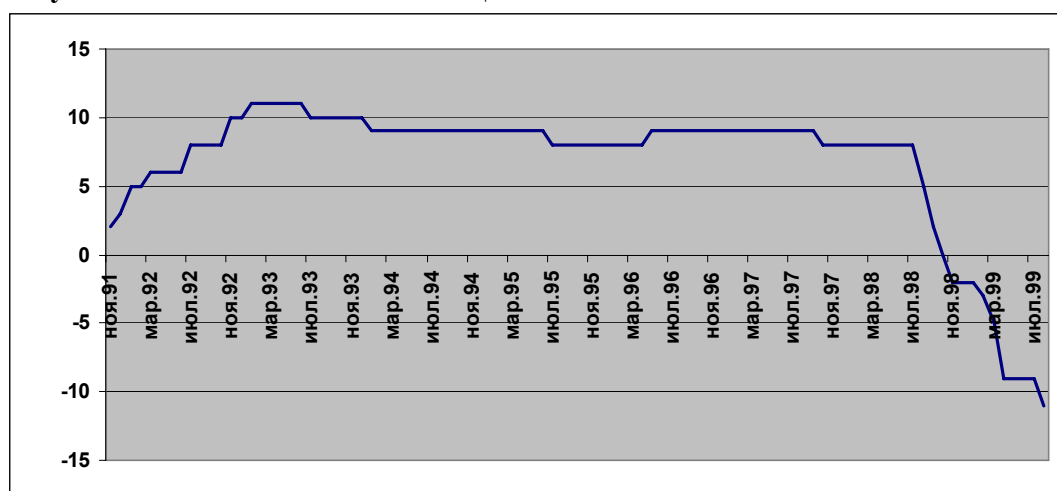
Исходя из краткого анализа оттока капитала можно сделать вывод, что предлагаемые в настоящее время меры валютного контроля создают определенные затруднения лишь на уровне среднего и мелкого бизнеса, поднимают издержки вывода капитала в пользу посредников, но вряд ли радикально затрагивают основные каналы вывоза по текущим статьям. В доказательство данного утверждения нами было проведено исследование, результаты которого приведены ниже.

7. Модель

На основе обзора действий Центрального банка в области валютного регулирования и контроля мы попытались эмпирически проверить общую гипотезу о том, что валютная политика Банка России способствовала улучшению показателей платежного баланса. В данном исследовании мы не ставили целью анализ экономических механизмов, объясняющих динамику изменений показателей, что, конечно же, приводит к погрешности получаемых результатов. Наряду с этим для качественной оценки мы использовали упрощенную модель линейной зависимости показателей платежного баланса от действий Банка России в целях валютного регулирования и контроля. Кроме того, мы пренебрегли взаимосвязью показателей, что может быть учтено в дальнейших исследованиях. Для анализа были использованы квартальные статистические данные, публикуемые Центральным банком, Госкомстатом и Государственным таможенным комитетом. Для описания политики ЦБ мы использовали качественную оценку, предложенную Mills L. и

Boschen J.³ в виде классификации по пяти категориям: "сильно ужесточающее" (-2), "слабо ужесточающее" (-1), "нейтральное" (0), "слабо ослабляющее" (+1), "сильно ослабляющее" (+2). В исследуемом временном диапазоне рассматривались действия Банка России, им присваивались соответствующие категории и при существовании в одном периоде нескольких действий ЦБ категории складывались (см. рис.1). В качестве исследуемых показателей нами были выбраны торговый баланс, баланс услуг, сальдо текущих операций, счет операций с капиталом, сальдо финансового счета, чистые ошибки и пропуски, изменение валютных резервов.

Рисунок 1. Валютная политика ЦБ РФ



В рамках модели было рассмотрено следующее эконометрическое уравнение:

$$\Delta P_t = a_0 + a_1 \Delta M_t + \varepsilon_t, \quad (1)$$

где ΔM_t характеризует действия ЦБ в области валютного регулирования и контроля за исследуемый промежуток времени (предшествующий квартал) к моменту t , ΔP_t - изменения в исследуемых показателях за аналогичный период. Период наблюдения охватывает 26 кварталов - с начала 1994 г. по второй квартал 2000 г. В силу экономического смысла исследуемых показателей нами использовались изменения данных величин, характеризующие ответную реакцию на действия Банка России.

Результаты оценивания уравнения регрессии (1) показали, что при данной интерпретации зависимости статей платежного баланса наблюдается автокорреляция исследуемых показателей (статистика Дарбина-Уотсона < 2), что вполне экономически объяснимо. Изменения в статьях платежного баланса наблюдаются с запаздыванием (в

³ Kashyap A., Stein J. (June 2000) "What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?", The American Economic Review.

нашем предположении на период) от момента реализации действий ЦБ. Для устранения эффекта запаздывания мы использовали следующее уравнение:

$$\Delta P_t = b_0 + b_1 \Delta M_{t-1} + \omega_t. \quad (2)$$

Результаты оценивания уравнения регрессии (2) представлены в Приложении. Средний коэффициент корреляции R^2 равен 0,34, статистика Дарбина-Уотсона составляет 2,41.

Полученные нами результаты свидетельствуют о существовании влияния действий Банка России на показатели платежного баланса, но они являются запаздывающими и неоднородно влияют на различные статьи платежного баланса. Запаздывание ответных изменений в статьях платежного баланса, как уже упоминалось выше, объясняется тем, что агенты внешнеэкономической деятельности инертны по отношению к изменениям в законодательной базе. Ключевым результатом исследования, по нашему мнению, является показатель неоднородности влияния валютной политики. На основе полученных результатов были сделаны следующие выводы:

- Действия Центрального банка влияют на показатели торгового баланса. Это можно объяснить тем, что операции внешней торговли более открыты для валютного контроля и чувствительны к административным инструментам регулирования;
- Гипотеза влияния действий ЦБ на статьи "Сальдо финансового счета", "Операции с капиталом" и "Чистые ошибки и пропуски" не подтверждается. Отсутствие взаимосвязи исследуемых показателей может быть объяснено как неучтенными факторами в модели, так и отсутствием действительного воздействия на данные статьи платежного баланса.

Особого внимания заслуживает тот факт, что коэффициенты регрессии при параметрах "торгового баланса", "баланса услуг", "сальдо текущих операций" имеют отрицательный знак. Это может означать, что ужесточение Центральным банком валютного регулирования привело к увеличению объемов наиболее подверженных контролю статей платежного баланса (внешняя торговля товарами и услугами), а также перераспределение между нелегальным и легальным оборотом в сторону последнего. С другой стороны, знак "-" (минус) может быть не связан с влиянием действий ЦБ, а лишь отражает значительный прирост экспорта в послекризисный период, повлиявший на конечный коэффициент.

Отрицательный знак при коэффициенте статьи "Чистые ошибки и пропуски" может служить показателем того, что, возможно, агрессивная политика Центрального банка приводит к фактическому снижению "бегства" капитала. Однако подтвердить или опровергнуть данное утверждение возможно только при более тщательном анализе факторов утечки капитала.

Таким образом, можно констатировать, что административные меры валютного регулирования и контроля оказали определенное влияние на платежный баланс. Также следует заметить, что в нашей модели отсутствует анализ степени влияния на конкретные статьи. Кроме того, предложенный анализ исследует влияние административных мер, а следовательно, дает лишь качественную оценку воздействия и не указывает на причины отсутствия влияния на статьи операций с капиталом.

С целью усовершенствования модели мы включили в анализ действия Банка России в области монетарной политики (ставка рефинансирования) и изменение реального курса рубля к доллару.

Оценивалось следующее уравнение:

$$\Delta P_t = c_0 + c_1 \Delta M_{t-1} + c_2 REF_t + c_3 \Delta REAL_t + \zeta_t, \quad (3)$$

где REF_t - ставка рефинансирования на момент t , $\Delta REAL_t$ - изменение реального курса рубля. Результаты оценивания уравнения регрессии (3) представлены в Приложении. Средний коэффициент корреляции R^2 равен 0,4, статистика Дарбина-Уотсона составляет 2,66.

В итоге мы можем видеть, что включение в анализ действий ЦБ в области монетарной политики качественно не изменяет полученный в уравнении (2) результат. Аналогично предыдущим выводам мы можем предполагать, что показатели платежного баланса счет "Операции с капиталом", "Сальдо финансового счета" и "Чистые ошибки и пропуски" слабо реагируют на валютно-кредитную политику Центрального банка.

Кроме того, можно предположить, что существующие пути оттока капитала используют уже действующую законодательную базу, а следовательно, не могут быть выявлены в нашем анализе.

Таким образом, при большом разнообразии подходов к выбору инструментов валютного регулирования и их сочетаний, можно говорить об очевидной неоднозначности результатов их воздействия на потоки капитала. В связи с этим стоит обратить внимание на некоторые тенденции и закономерности развития валютного регулирования, характерные для большинства стран.

8. Теория и опыт других стран

К контролю за оттоком капитала, как правило, прибегают в условиях финансового кризиса или дефицита платежного баланса. Эти случаи характеризуются сильной

девальвацией обменного курса, резким падением котировок ценных бумаг на биржевом рынке, возросшими колебаниями финансовых показателей, высоким риском неплаты долга и иногда политической нестабильностью. Применение контроля часто свидетельствует об ухудшении экономической ситуации. В таких обстоятельствах соотношение между внутренней и международной ставками процента дает мощный стимул к оттоку капитала. В отличие от этого, как показывает опыт некоторых стран в начале 90-х годов, контроль над притоком капитала, как правило, возникает при обычных экономических обстоятельствах.

Современная модель регулирования внешнеэкономической деятельности с помощью валютно-кредитных средств объединяет совокупность элементов валютного рынка, отношений экспортеров и импортеров с банками, системы национального и межгосударственного валютного регулирования. В любом государстве соотношение используемых элементов и роль каждого из них различаются в зависимости от состояния внешнеэкономических связей, уровня конвертируемости национальной валюты, принципов внешних расчетов и кредитования, особенностей государственного регулирования в целом, а также степени вовлеченности в международную валютно-финансовую сферу.

Необходимость использования тех или иных валютных ограничений обуславливается в первую очередь особенностями функционирования валютного рынка. Как показывает мировая практика, государственные валютные ограничения используются довольно широко как в развитых, так и в развивающихся странах. Для успешного регулирования потоков капитала важен учет особенностей форм и инструментов такого регулирования, их возможностей в решении конкретных задач, а также позитивных и негативных последствий их применения. Сравнительный анализ форм и инструментов государственного регулирования с точки зрения их эффективности позволяет выбрать оптимальное их сочетание в зависимости от целей и задач политики иностранных инвестиций, чтобы избежать ошибок и трудностей, с которыми в свое время столкнулись другие страны.

Используемые в мировой практике валютные ограничения распространяются на

- операции, связанные с движением капиталов;
- текущие операции платежного баланса.

К первой группе относятся такие ограничения, как:

- государственный контроль за иностранными инвестициями и вывозом капитала и прибылей;
- централизованное привлечение внешних займов национальными компаниями (государственными и частными);

- обязательное получение разрешения валютных органов для привлечения внешних займов;
- депонирование определенной части полученных заемщиками иностранных кредитов на специальные счета в центральном банке. Иногда размеры таких депозитов дифференцируются в зависимости от назначения займов, что дает возможность государству ограничивать вложения полученных средств в проекты, которые не соответствуют общему направлению экономической стратегии в данной стране;
- предоставление определенных льгот иностранным инвесторам с целью стимулирования притока в страну иностранного капитала: гарантии перевода за границу всей или части прибыли в течение установленного периода, привлечения внешних займов без специального разрешения валютных органов и т.д.

Ко второй группе ограничений следует отнести:

- продажу всей (или части) валютной выручки уполномоченным банкам по официальному курсу;
- запрет ввоза и вывоза валютных ценностей без специальных разрешений;
- ограничения прав физических лиц владеть и распоряжаться средствами в иностранной валюте, переводить за границу личные доходы, осуществлять платежи;
- лимитирование обмена национальной валюты на иностранную при поездках за границу.

Как правило, вышеназванные валютные ограничения по обеим группам действуют в зависимости от конкретных целей и задач. Здесь можно привести опыт Мексики⁴, где в 80-е годы наблюдались следующие явления: падение производства, дестабилизация денежного обращения, нарастание инфляции и обесценение национальной валюты, долларизация денежного обращения, отрицательные процентные ставки по вкладам. В итоге это способствовало массовому переводу частных капиталов за границу. Для стабилизации ситуации мексиканское правительство было вынуждено принять экстремальные меры:

- все операции с иностранной валютой стали осуществляться только через центральный банк;
- покупка-продажа валюты проводилась непосредственно центральным банком или по его распоряжению некоторыми уполномоченными банками;

⁴ Маркусенко М. В. (1999) "Роль валютных ограничений в регулировании валютного рынка Беларуси" ИЕЭАНБ.

- другим кредитным институтам было запрещено открывать депозитные счета и предоставлять ссуды в инвалюте;
- вводился запрет на покупку-продажу иностранной валюты или других валютных ценностей физическим лицам;
- банки, имевшие на счетах вклады в иностранной валюте, лишались возможности их перевода за границу. Эти вклады переводились в национальную валюту по курсу центрального банка;
- все финансовые учреждения, страховые компании, предприятия и учреждения были обязаны перевести в центральный банк всю иностранную валюту и другие валютные ценности. Центральный банк по их заявкам производил расчеты с контрагентами по внешнеэкономическим сделкам.

Таким образом, целый комплекс валютных ограничений, примененных в Мексике, позволил государству на какой-то срок выровнять спрос и предложение валюты и административным путем приостановить отток капиталов за границу. Однако через некоторое время данный процесс возобновился.

Выровнять спрос и предложение валюты и остановить утечку капиталов за границу правительству Мексики удалось только лишь с проведением структурных реформ, развитием частного предпринимательства, осуществлением приватизации госсектора, созданием благоприятного инвестиционного климата (использование различных механизмов частичного сокращения внешней задолженности за счет конверсии долговых обязательств в акции своих компаний, стимулирование репатриации капиталов), либерализацией регулирования кредитно-банковской сферы (устранение прямого административного контроля над кредитами частных банков, отмена регулирования процентных ставок и режима “селективного” кредитования, приватизация банков), увеличением валютных резервов, ликвидацией системы двух валютных курсов: контролируемого и свободного рыночного, отменой контролируемого валютного курса, стабилизацией валютной системы.

Некоторые страны предпочитают содействовать долгосрочному притоку капитала, одновременно сдерживая краткосрочный приток. Мотивацией для этой политики служит тот факт, что долгосрочный приток капитала требует большого периода времени, чтобы покинуть страну. Кроме того, долгосрочные потоки, такие, как прямые зарубежные инвестиции, могут подвергаться более жесткому регулированию и быть менее

чувствительными, чем краткосрочные потоки, к циклическим колебаниям внутренней или международной процентной ставки.

Альтернативным инструментом контроля над капиталом является количественное ограничение притока капитала. Применяемые меры включают лимиты на деятельность, связанную со свопами, внешними займами и позицией банков на рынках иностранных валют (Индонезия, Малайзия), ограничение банковских долговых обязательств (Мексика), запрещение продажи отечественными резидентами краткосрочных кредитных обязательств иностранцам (Малайзия).

Наиболее распространенный способ использования валютного курса для регулирования внешнеэкономической деятельности заключается в изменении его путем девальвации или ревальвации. Особенно часто страны прибегают к девальвации (примером неоднократных понижений курса национальной валюты выступает Япония в 60-70-е годы). Обратное влияние на внешнюю торговлю государства оказывает асимметричный процесс ревальвации. Ревальвация нередко подталкивается действиями других государств, желающих усилить конкурентоспособность своих товаров на рынках стран с активным торгово-платежным балансом. Так было, например, с ФРГ, вынужденной под давлением стран-конкурентов (США, Англии и Франции) ревальвировать марку и задержать развитие экспорта в 60-е годы. В 70-е годы в странах ЕС также были пересмотрены валютные паритеты большинства развитых стран ("валютный коридор") и распространена система "плавающих" валютных курсов. В свою очередь, этот процесс значительно расширил возможности использования других средств валютного воздействия на международные расчеты - валютных интервенций, маневрирования процентной ставкой, валютных ограничений.

В 80-е годы наблюдалась тенденция к ухудшению платежного баланса около 50 развивающихся стран, а также стран Центральной и Восточной Европы. Многие из этих стран продолжают придерживаться прежних режимов обменных курсов, а некоторые даже пошли на их ужесточение. В то же время некоторые другие страны продемонстрировали стремление к упрощению или отмене ограничений, в том числе на репатриацию капитала. Целью этого было привлечение прямых инвестиций, поскольку страна остается непривлекательной для иностранных инвесторов вопреки предлагаемым льготам и стимулам, даже если она проводит политику жесткого обменного курса. Примером может послужить Бразилия, которая не имела специального законодательства, регулирующего прямые инвестиции, и теоретически иностранные инвесторы не нуждались в особых разрешениях правительства, за исключением немногих оберегаемых от иностранной

конкуренции отраслей. Однако при этом конвертируемость национальной валюты жестко контролировалась центральным банком, и поэтому все иностранные инвесторы фактически регистрировались.

Анализ практики регулирования капитальных потоков в других странах посредством валютных ограничений, связанных с обязательной продажей экспортной выручки, свидетельствует о следующем⁵:

- из почти 150 стран (членов МВФ) в более чем 90 странах существуют различные виды требований по продаже экспортной выручки; однако большинство указанных стран являются государствами с незначительными объемами товарного экспорта; ни одна индустриально развитая страна не имеет требований по продаже экспортной выручки;
- наиболее крупными странами в данном списке являются Китай, Индия и Бразилия; во втором эшелоне стран находятся Турция, Иран, Ирак, Пакистан, Малайзия, Чили, Эквадор, Венесуэла; страны континентальной Европы включают Венгрию, Словакию, Боснию и Герцеговину, Словению и Македонию;
- в большинстве вышеуказанных стран (кроме Китая) не существует требования 100%-ной продажи валютной выручки; требуется частичная (50-85%) продажа валютной выручки и помещение оставшейся части на счета в уполномоченных коммерческих банках с использованием средств на обеспечение импортных закупок или внешних долговых платежей.

Таким образом, существующая российская система вполне соответствует опыту стран с похожим уровнем развития. Однако следует помнить, что ужесточение валютных ограничений в этих странах приходилось на кризисные периоды и были значительно ослаблены в последующем.

9. Заключение

На основе обзора действий Центрального банка РФ в области валютного регулирования и контроля был проведен эконометрический анализ влияния валютных ограничений на основные показатели платежного баланса.

⁵ См. Мельников В. Н. Вопросы валютного регулирования и валютного контроля в период финансового кризиса. Деньги и кредит, 1998.

Оценки регрессионных уравнений (2),(3) позволяют нам сделать следующие выводы.

Во-первых, действия ЦБ влияют на показатели платежного баланса. При этом данное влияние неодинаково на различные статьи баланса: наибольшее воздействие оказывается на статьи торгового баланса и менее подвержены влиянию статьи, отражающие операции с капиталом. В связи с этим можно предположить, что использование только валютных ограничений является недостаточным для предотвращения оттока капитала.

Во-вторых, включение в рассмотрение динамики реального курса рубля и ставки рефинансирования как элемента кредитной политики Банка России показало, что данные показатели существенно не изменили полученные ранее результаты. Это может быть свидетельством того, что в современных условиях взаимодействия банков и субъектов хозяйственной деятельности официально установленная ставка рефинансирования не является ограничивающим фактором для оттока капитала. В свою очередь, реальный курс рубля скорее является результатом валютной политики ЦБ, нежели регулирующим инструментом.

Таким образом, применяемая в России в настоящее время система валютных ограничений не решает основную задачу - ограничение оттока капитала. Основной недостаток, который, по нашему мнению, является главной причиной неэффективности валютного регулирования, - безусловный приоритет административных методов. С момента своего возникновения система валютного контроля ориентировалась на создание барьеров на пути утечки капитала и нарушений валютного законодательства. До поры до времени "оборонительный" вариант имел свои преимущества - отказавшись от валютной монополии и монополии внешней торговли, Россия вообще не имела каких-либо механизмов противодействия нелегальному оттоку капитала. В то же время явно недостаточное внимание отводилось предупреждению нарушений. В силу разного рода обстоятельств не получили развития службы мониторинга, информационно-аналитического обеспечения, в том числе и прогностического. В результате решения и действия органов валютного контроля характеризуются, как правило, эффектом запаздывания.

С учетом сказанного реформирование системы валютного регулирования и валютного контроля могло бы включать в себя следующие принципиальные положения.

1. Концентрация полномочий по валютному контролю и противодействию незаконному вывозу капитала в руках одного органа, который бы совмещал в себе функции центра по сбору и обработке финансовой информации, связанной с утечкой и "отмыванием" капиталов, и финансовой полиции.

2. Передача функций валютного регулирования в исключительную компетенцию Банка России. Целесообразность такой меры объясняется тем, что в соответствии с законодательством на Банк России возложены функции реализации политики обменного курса, управления золотовалютными резервами и составления платежного баланса страны.
3. Сотрудничество с органами валютного контроля и противодействия "отмыванию" денег за рубежом путем заключения двусторонних и многосторонних соглашений.

Приложение

1. Результаты оценивания уравнения (2)

коэффициент	b0	b1	t	R2
торговый баланс	59,05 (50,54)	-375,44 (58,58)	-6,41	0,63
баланс услуг	6,65 (15,60)	-6,32 (1,38)	-4,55	0,33
сальдо текущих операций	-134,57 (337,23)	-584,84 (109,52)	-5,34	0,61
счет операций с капиталом	-18,42 (41,99)	1,19 (0,67)	0,76	0,22
сальдо финансового счета	574,24 (433,57)	668,94 (346,6)	1,93	0,15
чистые ошибки и пропуски	-194,95 (263,78)	-249,53 (437,77)	0,57	0,01
изменение валютных резервов	63,13 (297,99)	213,75 (55,38)	3,86	0,52

2. Результаты оценивания уравнения (3)

коэффициент	c0	c1	c2	c3	t	R2
торговый баланс	52,66 (47,55)	-301,61 (28,67)	1,64 (0,15)	-1,73 (0,16)	-10,52	0,64
баланс услуг	6,89 (11,34)	-5,87 (0,59)	3,43 (0,34)	8,5 (0,86)	-9,89	0,36
сальдо текущих операций	-150,34 (287,18)	-560,28 (56,65)	6,11 (0,75)	5,66 (0,70)	-8,14	0,69
счет операций с капиталом	-15,46 (25,12)	3,56 (2,46)	-0,39 (0,26)	0,93 (0,64)	1,45	0,25
сальдо финансового счета	499,37 (349,78)	700,24 (133,89)	-32,74 (6,26)	-60,87 (11,64)	5,23	0,21
чистые ошибки и пропуски	-163,28 (180,95)	-199,35 (62,29)	1,64 (0,51)	8,62 (2,70)	3,20	0,09
изменение валютных резервов	55,11 (135,67)	242,11 (151,32)	13,58 (8,48)	26,04 (16,28)	1,6	0,53