

Внешние монетарные факторы макроэкономических процессов в России

В.Е. Маневич, д.э.н., Институт проблем рынка РАН
Ю.В. Ерохина, соискатель ЦЭМИ РАН

Бизнес и банки. - 2008. - № 7

Аннотация

Авторы исследуют влияние спроса и предложения иностранной валюты на перераспределение ВВП, процессы сбережения и инвестирования. Спрос и предложение иностранной валюты рассматриваются как функции по валютному курсу. Эффективность регулирования валютного рынка зависит от эластичности кривых спроса и предложения, которая может варьировать от нуля до бесконечности. В условиях высокой эластичности кривой предложения традиционные методы регулирования валютного рынка (наращивание официальных резервов, формирование стабилизационного фонда) оказываются неэффективными и вызывают резкий рост ввоза капитала. Ввоз капитала в форме иностранной валюты неизбежно связан с перераспределением ВВП в пользу получателей иностранных кредитов.

Summary

Authors research the demand and supply of foreign currency influence the GNP distribution, saving and investment. Demand and supply of foreign currency represented as function on exchange rate. Efficiency of currency market regulation depends on elasticity demand and supply curve, which may varied from zero to indefinitely. Strong elasticity of supply curve involve inefficient the traditional ways of currency market regulation (such as change in official reserves and stabilization fund) and lead to sharp growth of import of capital. Import of capital in the form of foreign currency inevitably related with redistribution of GNP in favor of recipients of foreign loans.

Теоретические предпосылки анализа внешних монетарных факторов

Под внешними монетарными факторами макроэкономических процессов мы имеем в виду приток в страну и отток из страны иностранной валюты, и то влияние, которое эти процессы оказывают на денежное предложение и ставку процента внутри страны, использование сбережений, инвестиции, состояние бюджета и т.д.

Для анализа внешних монетарных факторов, по нашему мнению, чрезвычайно полезным может быть теоретический подход, развитый Джеймсом Тобином¹.

Напомним, что Кейнс и Хансен ставили инвестиции в зависимость от того, в какой мере желаемые сбережения частного сектора используются для инвестиций в реальный капитал (или в ценные бумаги, представляющие реальный капитал), и в какой мере – для увеличения праздных денежных остатков. Тобин расширил список активов, в которые могут инвестироваться желаемые сбережения. Наряду с физическим капиталом и денежными остатками он включил в этот список государственные облигации и иностранные активы.

В качестве исходной позиции своего анализа Тобин, рассматривал гипотетическую систему, в которой существует спрос лишь на два актива – деньги и физический капитал. Если часть желаемых сбережений частного сектора используется для увеличения запаса денег (а не для инвестиций в реальный капитал), инвестиции будут меньше желаемых сбережений частного сектора. Это ведет к описанной Кейнсом ситуации недостаточного агрегированного спроса, низкой занятости, хронической депрессии.

Решение, согласно Тобину, достигается с помощью дефицита государственного бюджета. Государство, создавая соответствующее количество денег, должно, за счет

¹ Tobin James. Essays in Economics. Volume 1: Macroeconomics. Amsterdam-London, 1971.

выпуска этих денег, финансировать дефицит своего бюджета. Гобин, по-видимому, исходил из того, что если за счет дефицитных расходов правительства увеличивается потребление, тогда реальные сбережения общества оказываются меньше желаемых сбережений частного сектора. В результате сбережения сокращаются до уровня инвестиций. Если же за счет бюджетного дефицита финансируются государственные инвестиции, тогда инвестиции увеличиваются до уровня желаемых сбережений. И в том, и в другом случае инвестиции приводятся в соответствие с желаемыми сбережениями.

Итак, спрос на денежные остатки в ущерб инвестициям в реальный капитал не приведет к депрессии, *если правительство будет, за счет выпуска денег, финансировать дефицит бюджета и осуществлять соответствующие расходы, например, государственные инвестиции.* Однако дело существенно усложняется, если включить в рассматриваемую экономическую систему спрос на иностранные активы, например, спрос на иностранную валюту.

Спрос на иностранные активы означает передачу части внутренних сбережений внешнему миру. Также как спрос на деньги, спрос на иностранные активы означает сокращение той доли сбережений, которая используется для инвестиций. Однако в этом случае (в отличие от спроса на деньги) правительство не может исправить ситуацию с помощью дефицита государственного бюджета. Доля желаемых сбережений частного сектора, инвестируемая в реальный капитал, сокращается на величину спроса на иностранные активы, и не восполняется за счет бюджетного дефицита и государственных инвестиций, как в случае спроса на денежные остатки.

В результате рост экономики сдерживается, во-первых, вследствие вывоза капитала, во-вторых, вследствие того, что спрос на деньги (национальную валюту) не компенсируется дефицитными расходами правительства, а удовлетворяется за счет покупки центральным банком иностранной валюты.

Спросу на иностранные активы противостоит их предложение, прежде всего – предложение иностранной валюты. Спрос и предложение иностранной валюты вызываются различными факторами, и поэтому, *при заданном валютном курсе,* могут не совпадать. Если предложение иностранной валюты меньше, чем спрос на нее, тогда, вследствие неудовлетворенного спроса, повысится цена иностранной валюты (валютный курс), и усилится ее приток из-за рубежа. Если же предложение иностранной валюты больше спроса, тогда денежные власти должны предъявлять дополнительный спрос и наращивать официальные валютные резервы.

Если предложение иностранной валюты на внутреннем рынке превышает спрос на нее, тогда правительство (центральный банк), если оно стремится не допустить резкого падения курса иностранной валюты, вынуждено использовать выпуск денег не для финансирования бюджетного дефицита (и, следовательно, увеличения потребления и инвестиций), а для покупки иностранной валюты. Наконец, если выпуск денег центральным банком полностью используется для покупки иностранной валюты, и, тем не менее, этого оказывается недостаточно для того, чтобы снять с рынка избыточное (*при данном валютном курсе*) предложение иностранной валюты, правительство вынуждено использовать для стерилизации избыточной валюты часть доходов бюджета, т.е. формировать бюджетный профицит.

В табл. 1 и 2 приведены данные, характеризующие нарастание бюджетного профицита в 2003-2007 годах, вызванное избыточным предложением иностранной валюты на внутреннем рынке. Как видно из табл. 1 и 2, профицит консолидированного бюджета приближается к 10% ВВП, а расходы федерального бюджета можно было бы увеличить в полтора раза, если отказаться от профицита.

Таблица 1. ВВП и профицит консолидированного бюджета, млрд. руб.

	2003	2004	2005	2006	2007 январь- сентябрь
Валовой внутренний продукт	13 285	16 966	21 620	26 781	23 066
Профицит консолидированного бюджета	174	760	1 670	2 251	2 183
Бюджетный профицит в % от ВВП	1,3	5,9	7,7	8,4	9,5

Таблица 2. Доходы, расходы и профицит федерального бюджета, млрд. руб.

	2003	2004	2005	2006	2007 январь- октябрь
Доходы	2 586	3 429	5 125	6 279	6 187
Расходы	2 358	2 699	3 512	4 285	4 081
Профицит	228	730	1 613	1 994	2 106
Профицит в % от доходов	8,8	21,3	31,4	31,8	34,0
Профицит в % от расходов	9,7	27,0	45,9	46,5	51,6

Итак, на рынке иностранной валюты, как и на всяком другом рынке, сталкиваются спрос и предложение, определяющие цену иностранной валюты, – валютный курс. Рассмотрим последовательно спрос на иностранную валюту и ее предложение.

Спрос на иностранную валюту складывается из следующих составляющих: (1) спрос для оплаты импорта, (2) спрос для вывоза прибыли иностранных инвесторов и заработной платы иностранных рабочих, (3) спрос для вывоза капитала, (4) спрос денежных властей для формирования официальных валютных резервов. На валютном рынке все эти составляющие сливаются в совокупный спрос на иностранную валюту, которому противостоит совокупное предложение, однако каждая из этих составляющих спроса на иностранную валюту определяется специфическими факторами. Спрос денежных властей является, в решающей степени, экзогенным параметром, регулирующим валютных рынок.

Тобин (также как Кейнс и Хансен) включает в совокупный спрос на деньги две составляющих: во-первых, спрос на деньги для обслуживания трансакций, во-вторых, спрос на деньги как актив. Напротив, спрос на иностранные активы Тобин рассматривает как единый параметр. Нам представляется, что для анализа реальной экономики спрос на иностранную валюту также нужно подразделить на две категории: во-первых, спрос на валюту для текущих платежей (оплата импорта, вывоз прибыли и др.), и, во-вторых, спрос на валюту как актив (вывоз капитала, увеличение запаса иностранной валюты у частного сектора, увеличение официальных валютных резервов).

Это важно потому, что спрос на иностранную валюту для оплаты импорта и спрос на иностранные активы оказывает принципиально разное воздействие на макроэкономические процессы. Импорт товаров и услуг (и, соответственно, связанный с ним спрос на иностранную валюту) ведет к росту конечного потребления и накопления капитала; спрос на иностранные активы (вывоз капитала) является формой помещения сбережений, альтернативной накоплению капитала. Чем выше спрос на иностранные активы, тем ниже та доля сбережений, которая инвестируется в реальный капитал.

Таким образом, факторы, обуславливающие ту или иную составляющую спроса на иностранную валюту, оказывают специфическое воздействие на внутренние

макроэкономические процессы. Если увеличивается спрос на иностранную валюту для оплаты импорта, тогда, при прочих неизменных условиях (в частности, при неизменных ценах импортируемых товаров) увеличивается импорт потребительских и инвестиционных товаров, что ведет, к росту потребления и инвестиций, и/или, возможно, к усилению иностранной конкуренции на внутреннем рынке. Если увеличивается вывоз капитала, сокращается та часть внутренних сбережений, которая может использоваться для инвестиций в основной и оборотный капитал.

При каждом заданном значении валютного курса, если это значение *в данный момент* не является равновесным, существует либо избыток, либо недостаток предложения иностранной валюты относительно спроса на нее (для оплаты импорта, вывоза капитала и т.д.). Если спрос на иностранную валюту при заданном валютном курсе превышает ее предложение, курс валюты повышается, ее предложение увеличивается, а спрос сокращается. В результате равновесие на валютном рынке восстанавливается, и определяется новый равновесный курс рубля к иностранной валюте.

Быстрое увеличение предложения иностранной валюты вследствие превышения спроса над предложением вряд ли может произойти за счет увеличения чистого экспорта товаров и услуг. Возможности увеличения чистого экспорта, например, за счет наращивания экспорта энергоносителей, ограничены многими факторами. В числе этих факторов можно назвать возможности расширения добычи нефти и газа, внутренние потребности в топливе, ограниченная пропускная способность трубопроводного транспорта и морских портов и т.д. Для других видов экспорта ограничения связаны с конкурентоспособностью российской продукции, ограничительными мерами стран-импортеров и т.д. В сложившихся условиях значительно более эластичным источником иностранной валюты является ввоз капитала, который может изменяться непосредственно вслед за изменением спроса на иностранную валюту.

Конечно, спрос и предложение иностранной валюты определяются не только валютным курсом, но многими факторами. Спрос на валюту для оплаты импорта растет по мере роста совокупного дохода, потребительских расходов и инвестиций. Спрос на валюту в качестве иностранного актива частного сектора (спрос для вывоза капитала), обусловлен, помимо уровня доходности инвестиций за границей и связанных с ними рисками, многими институциональными, социальными и политическими факторами (неравномерностью распределения дохода, возможностями высокорентабельных и надежных инвестиций внутри страны, стабильностью политической и экономической ситуации и т.д.).

Если принять эти факторы как неизменные (хотя бы на коротком отрезке времени), тогда мы можем представить спрос и предложение иностранной валюты не как точно определенные, количественно заданные величины, а как функции по валютному курсу. При прочих неизменных условиях, чем выше цена иностранной валюты (например, чем выше курс доллара в рублях), тем больше предложение и меньше спрос на иностранную валюту.

Если мы допустим, что один или несколько из этих факторов, детерминирующих спрос или предложение иностранной валюты (помимо валютного курса) изменяются, мы можем графически отобразить эти изменения как сдвиги кривых спроса и предложения на плоскости.

Итак, спрос и предложение иностранной валюты представляют собой не абсолютные величины, а функции по цене иностранной валюты – валютному курсу. Чем выше курс иностранной валюты (чем ниже курс рубля), тем больше ее предложение и меньше спрос. И наоборот: снижение курса иностранной валюты

(повышение курса рубля) ведет к росту спроса на иностранную валюту (для оплаты импорта и для вывоза капитала) и снижению предложения. Мы можем говорить об определенной величине спроса и предложения иностранной валюты лишь *при заданном валютном курсе*.

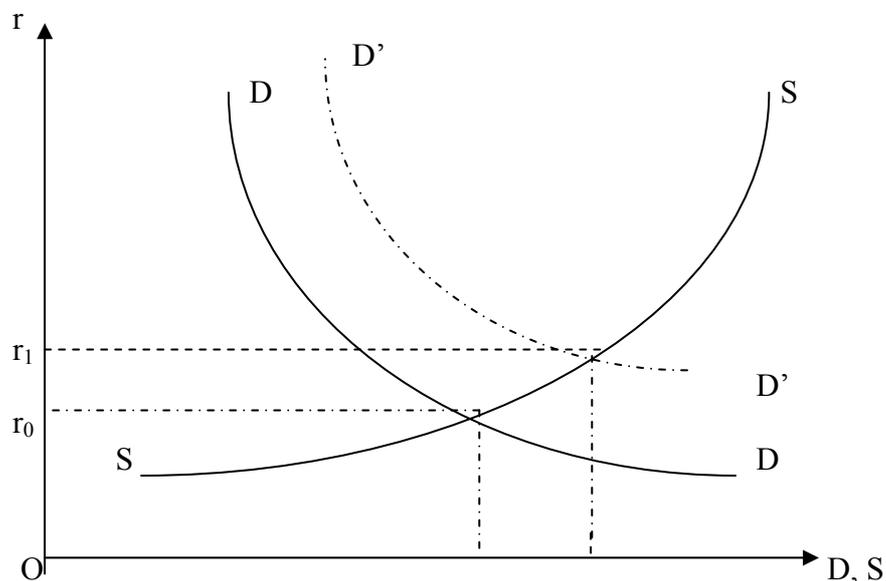


Рисунок 1

На рис. 1 представлены функции спроса и предложения иностранной валюты по валютному курсу. Речь в данном случае идет о курсе иностранной валюты (например, доллара США) в рублях, а не о курсе рубля относительно иностранной валюты. Повышение курса иностранной валюты ведет к росту ее предложения, обозначенного на рисунке 1 кривой SS , имеющей восходящий наклон, и к снижению спроса на валюту, обозначенного кривой DD , имеющей нисходящий наклон. Точке пересечения кривых соответствует равновесный валютный курс, т.е. такой курс, при котором спрос на иностранную валюту равен ее предложению.

Допустим, что на рис. 1 отображен спрос и предложение иностранной валюты *частным* сектором. Допустим, далее, что равновесный валютный курс рубля, который устанавливает без вмешательства денежных властей, ослабляет конкурентоспособность отечественных товаропроизводителей, и денежные власти считают его неприемлемым; они стремятся поднять курс иностранной валюты (снизить курс рубля). В этом случае денежные власти могут либо увеличить спрос на иностранную валюту, либо сократить ее предложение на валютном рынке.

Допустим, что денежные власти увеличивают спрос на иностранную валюту, покупая ее на валютном рынке по официальному курсу, либо за счет эмиссии денег, либо за счет средств бюджета, — формируя бюджетный профицит. Это означает, что каждому заданному уровню валютного курса теперь соответствует больший спрос. На рис. 1 эту ситуацию можно графически отобразить как сдвиг кривой DD , скажем, в положение $D'D'$. В результате равновесный валютный курс повышается от r_0 до r_1 .

Допустим, далее, что правительство решает ограничить предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Для этого оно усиливает налогообложение выручки экспортеров. Валютная выручка, изъятая с помощью налоговых и таможенных платежей, поступает непосредственно в официальные резервы (в «стабилизационный фонд»), минуя валютный рынок. В результате при

каждом заданном значении валютного курса предложение валюты на внутреннем валютном рынке сокращается. Графически это можно отобразить как сдвиг кривой SS влево (рис. 2), скажем в положение $S'S'$. В результате повышается равновесный курс иностранной валюты (снижается курс рубля).

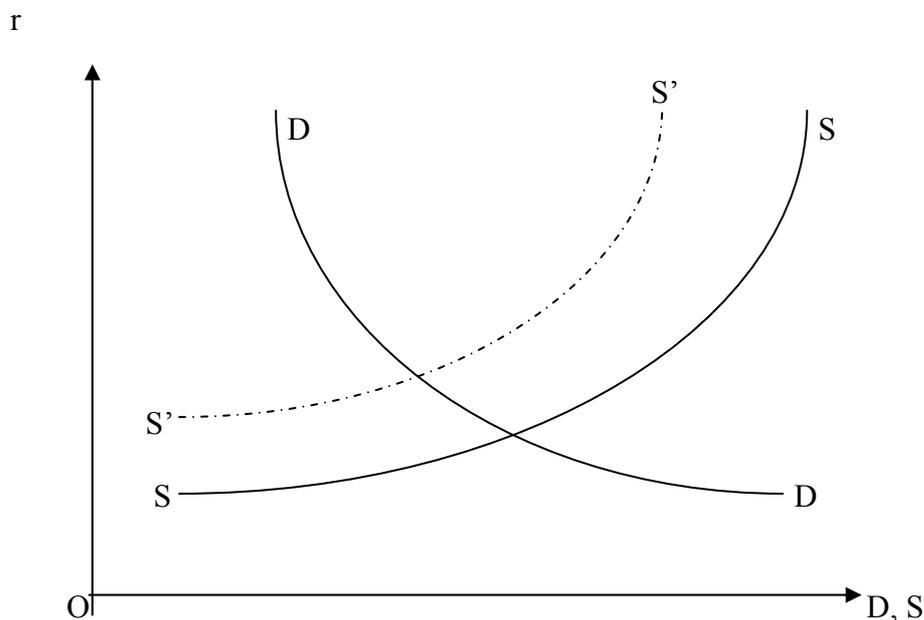


Рисунок 2

Эффективность воздействия денежных властей на спрос или предложение иностранной валюты зависит от эластичности кривых спроса и предложения по валютному курсу. Если кривая спроса DD слабо эластична по валютному курсу, тогда даже небольшое ограничение предложения (сдвиг кривой SS влево) приведет к желаемому результату – повышению курса иностранной валюты. Если кривая предложения SS слабо эластична по валютному курсу, тогда даже небольшое увеличение спроса (сдвиг кривой DD вправо) окажется достаточно эффективным. И напротив, если хотя бы одна из двух кривых (например, кривая предложения SS) высоко эластична по валютному курсу, рыночные методы регулирования валютного рынка (через воздействие на спрос и предложение) окажутся неэффективными. Тогда для регулирования валютного рынка требуется прямое воздействие на факторы, обуславливающие спрос и предложение иностранной валюты: чистый экспорт, ввоз и вывоз капитала, т.е. контроль над внешней торговлей и международным движением капитала.

Можно предположить, что спрос на валюту для вывоза капитала и для репатриации прибыли слабо эластичен по валютному курсу, эластичность спроса на валюту для оплаты импорта в условиях растущей экономики также относительно невелика, во всяком случае, если колебания валютного курса ограничиваются относительно узкими пределами. И напротив, предложение валюты высоко эластично по валютному курсу: даже небольшое повышение валютного курса вызывает дополнительный ввоз капитала.

Нужно иметь в виду, что предложение капитала на внешних финансовых рынках (по заданной ставке процента, приемлемой как для кредиторов, так и для заемщиков), практически не ограничено относительно спроса на капитал одной страны – России. В этих условиях логично предположить, что изъятие части экспортной выручки в Стабилизационный фонд (сокращение предложения валюты на внутреннем рынке)

вызовет не повышение валютного курса иностранной валюты (снижение курса рубля), а дополнительный ввоз иностранного капитала.

На рис. 3 мы принимаем крайние предпосылки, а именно, что предложение иностранной валюты бесконечно эластично по валютному курсу, поэтому графически его можно представить горизонтальной линией SS . Мы принимаем, далее, что спрос на валюту слабо эластичен по валютному курсу, поэтому его можно представить в виде кривой DD с резким понижающим наклоном. Тогда всякое увеличение спроса на иностранную валюту приводит к тому, что кривая DD скользит вдоль горизонтальной линии SS , не вызывая повышения курса иностранной валюты. Всякая попытка ограничить предложение, т.е. сдвинуть кривую SS вверх, влево оказывается безрезультатной: малейшее повышение валютного курса вызывает дополнительный приток иностранной валюты, и кривая SS остается в прежнем положении. При этих предпосылках политика денежных властей, направленная, либо на ограничение предложения иностранной валюты (изъятия в стабилизационный фонд), либо на увеличение спроса (покупка валюты), превращается в «бой с тенью» или «дурную бесконечность», когда всякому увеличению спроса соответствует рост предложения, а всякое ограничение предложения перекрывается его ростом за счет ввоза капитала.

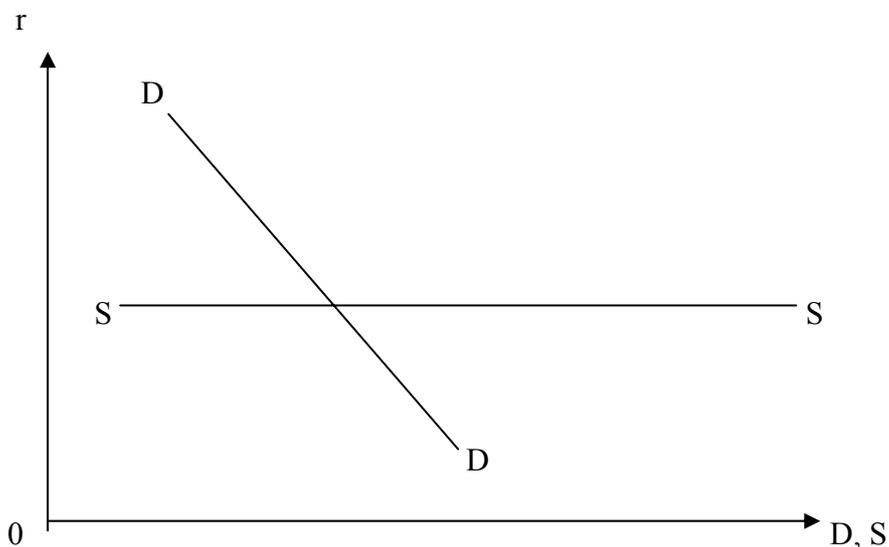


Рисунок 3

На рис. 3 представлен, конечно, экстремальный, предельный случай, когда попытки сдерживания валютного курса абсолютно неэффективны. Но если реальность хотя бы в некоторой степени приближается к ситуации, графически представленной на рис. 3, политика сдерживания валютного курса *рыночными методами*, без непосредственного воздействия на торговый баланс и международное движение капитала, оказывается крайне дорогостоящей и низко эффективной: Для сдерживания валютного курса нужно огромное увеличение спроса на валюту со стороны денежных властей, огромные изъятия в стабилизационный фонд, массивный профицит бюджета. Как уже говорилось, в 2007 году профицит составил более 1/3 доходов федерального бюджета России и приближался к 10% ВВП.

В условиях, когда накопленные валютные резервы можно считать достаточными для регулирования текущих международных платежей, прирост или сокращение валютных резервов должны сглаживать колебания спроса и предложения иностранной валюты и валютного курса. Систематическое нарастание и без того достаточных валютных резервов свидетельствует о существенных диспропорциях во

внешнеэкономических связях, например, о постоянном и значительном активном сальдо торгового баланса или о чрезмерном ввозе иностранного капитала.

Текущие операции как источник предложения иностранной валюты

Избыточное предложение иностранной валюты на внутреннем рынке может вызываться различными причинами. Первая, наиболее очевидная причина избыточного предложения на внутреннем валютном рынке – это активный торговый баланс (перевес экспорта над импортом). Данные о соотношении экспорта и импорта товаров и услуг приведены в табл. 3.

Таблица 3. Баланс товаров и услуг, млрд. долларов США

	2003	2004	2005	2006	2007
Экспорт товаров и услуг	152	203	268	335	393
Импорт товаров и услуг	103	131	165	209	284
Чистый экспорт товаров и услуг	49	72	103	125	109

Как видно из приведенных данных, в течение рассматриваемого периода для российской экономики был характерен значительный перевес экспорта над импортом, причем до 2006 года включительно чистый экспорт постоянно увеличивался. Лишь в 2007 году, вследствие более быстрого роста импорта товаров и услуг, чистый экспорт несколько снизился (со 125 до 109 млрд. долларов), хотя по прежнему составлял значительную величину, равную, ориентировочно, 8% ВВП.

Теоретически, важным источником иностранной валюты могла бы быть (наряду с чистым экспортом) репатриация прибыли от инвестиций российского капитала за рубежом. Однако, не смотря на масштабный вывоз капитала в течение последних 15 лет, этот источник до последнего времени был относительно невелик.

Напротив, вывоз прибыли иностранными инвесторами поглощает значительную часть валюты, поступившей в страну вследствие чистого экспорта товаров и услуг. Ввоз капитала сопряжен с вывозом прибыли иностранных инвесторов и кредиторов, а вывоз капитала – с репатриацией прибыли от инвестиций за границей. Прибыль получается на весь капитал, инвестированный за границей в течение ряда лет, поэтому вывоз прибыли по своим объемам может быть сопоставимым с ввозом капитала за один год или даже превышать ввоз капитала.

Приведем условный пример. Допустим, что средняя прибыль, получаемая иностранными инвесторами, составляет 15% в год от инвестированного капитала. Допустим, далее, что ввоз капитала из года в год осуществляется в неизменном размере, равном 100 денежным единицам. Тогда, по истечении семи лет, иностранный капитал достигнет 700 единиц, а приносимая им прибыль (15% от суммы капитала) составит 105 единиц, т.е. превысит ежегодный ввоз капитала.

Приведем данные о ввозе капитала и вывозе прибыли иностранными инвесторами в российской экономике.

Как видно из табл. 4, в 2006 году вывоз прибыли иностранными инвесторами почти сравнялся с ввозом капитала в предшествующем 2005 году. В 2007 году, в связи с резким усилением ввоза капитала (в 2006-2007 годах), вывоз прибыли составил 3/4 от его ввоза в предшествующем 2006 году. Приведенные данные позволяют предположить, что в случае стабилизации уровня ввоза капитала или замедления его роста, вывоз прибыли иностранных инвесторов в течение 1-2 лет сравняется с ввозом капитала, а затем и превзойдет его.

Аналогично, вывоз капитала нужно рассматривать в связи с ввозом прибыли. По истечении определенного срока ввоз прибыли может превысить вывоз капитала, и,

следовательно, не ухудшать, а улучшать платежный баланс. Как уже говорилось, в российской экономике массированный вывоз капитала до недавнего времени не сопровождался соответствующей репатриацией прибыли, тогда как ввоз иностранного капитала был сопряжен с вывозом неадекватно высоких прибылей иностранных инвесторов.

Таблица 4. Ввоз капитала и вывоз прибыли иностранных инвесторов, млрд. долларов США

	2004	2005	2006	2007 I полугодие
Ввоз капитала	36,7	53,3	68,6	106,7
Вывоз прибыли	23,3	33,5	51,2	29,0
Вывоз прибыли в % от ввоза капитала	63,5	62,9	75,1	27,2
Вывоз прибыли в % от ввоза капитала в предшествующем (...) году	(2003) 83,5	(2004) 91,3	(2005) 96,0	(2006, 01-06) 74,7

Отвлекаясь пока от ввоза и вывоза капитала, мы можем на время допустить, что избыток иностранной валюты на внутреннем рынке равен не чистому экспорту, а сальдо по счету текущих операций. Соответствующие данные приведены в табл. 5.

Таблица 5. Баланс счета текущих операций, млрд. долларов США

	2003	2004	2005	2006	2007*
Чистый экспорт товаров и услуг	49	72	103	125	109
Вывоз прибыли и заработной платы**	-28	-27	-43	-65	Нет данных
Репатриация прибыли и заработной платы из-за границы***	14	14	23	36	Нет данных
Сальдо счета текущих операций	35	59	83	96	77

*Оценка. Источник: Официальный сайт Банка России

**Включая текущие трансферты выплаченные

***Включая текущие трансферты полученные

Активное сальдо счета текущих операций платежного баланса составило в 2007 году значительную величину (77 млрд. долларов в 2007 году), хотя и меньшую, чем сальдо товаров и услуг (109 млрд.).

Нужно иметь в виду, что не вся иностранная валюта, притекающая в страну в результате активного торгового баланса, поступает на внутренний рынок. После учреждения Стабилизационного фонда (в 2004 году) часть валютной выручки экспортеров нефти *безвозмездно* изымается в Стабилизационный фонд в форме налоговых и таможенных платежей. Соответственно, уменьшается сумма иностранной валюты, поступающая на внутренний валютный рынок благодаря активному сальдо счета текущих операций. Мы вычисляем количество иностранной валюты, поступающей на внутренний рынок благодаря активному сальдо счета текущих операций как разницу между сальдо счета текущих операций и приростом Стабилизационного фонда. Соответствующие расчеты приведены в табл. 6.

Как видно из таблицы 6, поступления в Стабилизационный фонд значительно сокращают приток на валютный рынок иностранной валюты, ввезенной в страну вследствие активного торгового баланса. В 2007 году активное сальдо счета текущих операций *за вычетом прироста Стабилизационного фонда* свелось к 16 млрд. долларов – величине, несопоставимой с масштабами вывоза капитала (187 млрд. долларов).

Таблица 6. Избыточное предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в результате текущих операций*, млрд. долларов США

	2003	2004	2005	2006	2007
Сальдо счета текущих операций	35	59	83	94	77
Прирост Стабилизационного фонда	-	18	25	41	61
Сальдо счета текущих операций <i>минус</i> прирост стабилизационного фонда	35	41	58	53	16

* Под избыточным предложением иностранной валюты в данном случае мы понимаем превышение предложения иностранной валюты над спросом для оплаты импорта и других текущих платежей.

Итак, денежные власти могут увеличивать валютные резервы, не только предъявляя спрос на внутреннем валютном рынке, но и путем налогообложения экспортных доходов. Если иностранная валюта поступает в официальные валютные резервы при посредстве таможенных и налоговых платежей, она, следовательно, не поступает на внутренний валютный рынок. Предложение валюты на рынке сокращается, в то время как спрос частного сектора остается прежним.

Возможно, что власти, с помощью налогов и таможенных сборов, снимают с рынка лишь *избыточное* предложение иностранной валюты, превышающее спрос частного сектора. Но возможно также, что спрос на иностранную валюту окажется выше, чем ее предложение, обеспечиваемое чистым экспортом *за минусом налогообложения выручки экспортеров и таможенных сборов*. Тогда возникнет дополнительный спрос на ввоз капитала. В этом случае эффект отчислений в стабилизационный фонд окажется скорее негативным, чем позитивным.

Правительство может облагать налогами и пошлинами экспортную выручку, либо в рублях, либо в иностранной валюте – суть дела от этого не меняется: изымаемая валюта пополняет официальные резервы. Допустим, что правительство взимает с экспортеров налоги и пошлины не в иностранной, а в отечественной валюте. Тогда экспортеры должны продать часть валютной выручки, увеличив тем самым ее предложение на внутреннем рынке. Центральный банк снимает с рынка этот прирост предложения иностранной валюты, эмитируя рубли, и, тем самым, в точном соответствии с ростом предложения иностранной валюты, увеличивая спрос на нее. Коль скоро спрос увеличивается в точном соответствии с предложением, эффект для рынка валюты в целом оказывается нулевым – таким же, как если бы эта валюта вообще не поступала на валютный рынок. Экспортеры уплачивают пошлины и налоги в рублях, которые, в результате, поступают в бюджет правительства, зачисляются в Стабилизационный фонд и, тем самым, изымаются из обращения.

Далее, возможны два, вполне равнозначных сценария. Сценарий первый. Правительство за счет поступивших от экспортеров платежей формирует профицит бюджета и замораживает соответствующие суммы в рублях на счетах в центральном банке. Прирост валютных резервов отражается в балансе центрального банка в качестве его иностранных активов, деньги, созданные центральным банком для покупки валюты, изымаются из обращения правительством в качестве профицита бюджета. Так дело обстоит в 2004-2005 годах.

Сценарий второй. Правительство не замораживает бюджетный профицит на своих рублевых счетах в Центральном банке, а «покупает» на эти средства иностранную валюту у Центрального банка. Теперь стабилизационный фонд выражен в иностранной валюте, а соответствующая ему рублевая масса возвращается к своему источнику – в Центральный банк, и, тем самым, аннулируется. Так дело обстоит в настоящее время.

И в том, и в другом случае конечный результат ничем не отличается от того гипотетического случая, при котором таможенные платежи и налоги на экспорт взимались бы непосредственно в иностранной валюте. Различие здесь скорее номинальное. Правда, два описанных сценария могут несколько по-разному восприниматься общественностью. В случае если стабилизационный фонд номинирован в рублях (а соответствующая ему валюта представляется как актив центрального банка), усиливаются требования общественности расходовать средства стабилизационного фонда на социальные и народнохозяйственные нужды. В случае если стабилизационный фонд номинирован в иностранной валюте, а соответствующая ему рублевая масса вернулась в центральный банк, такие требования ослабевают. Но это различие – не более чем результат иллюзии, будто бы стабилизационный фонд представляет собой некоторую сумму, выраженную в отечественной валюте. В действительности, доход, полученный в иностранной валюте (даже если формально он номинирован в рублях), может быть потрачен только для оплаты импорта, погашения внешних долгов, предоставления займов в иностранной валюте и т.п.

Международное движение капитала как фактор ввоза и вывоза иностранной валюты

Ввоз и вывоз иностранной валюты связан не только с внешней торговлей, но и с международным движением капитала. Традиционное представление о взаимной зависимости внешней торговли с одной стороны, ввоза и вывоза капитала – с другой, можно представить следующим образом: Если страна имеет пассивное сальдо торгового баланса (импорт товаров и услуг превышает их экспорт), она нуждается в импорте капитала, который должен компенсировать недостаток валюты для оплаты импорта товаров. Конечно, зависимость между пассивным сальдо торгового баланса и ввозом иностранного капитала, может быть обратной той, которая была описана выше, а именно, возможно, что не ввоз капитала порождается пассивным сальдо торгового баланса, а само пассивное сальдо (перевес импорта над экспортом) обуславливается ввозом капитала в форме оборудования и технологий. Но и в этом случае ввоз капитала уравнивает пассивное сальдо торгового баланса.

Если страна имеет активный торговый баланс, неизбежным становится вывоз капитала, поглощающий избыток поступающей в страну иностранной валюты. Если частный сектор не осуществляет соответствующий вывоз капитала, а денежные власти не хотят допустить падения курса иностранной валюты (укрепления отечественной валюты), они должны наращивать валютные резервы. Накопление официальных валютных резервов (которые, как правило, инвестируются в краткосрочные, надежные ценные бумаги иностранных государств) является, по сути дела, формой вывоза капитала.

Итак, традиционный взгляд на взаимозависимость внешней торговли и международного движения капитала можно сформулировать следующим образом: ввоз (или вывоз) капитала компенсирует неравновесие *торгового* баланса (баланса товаров и услуг)² и обеспечивает равновесие платежного баланса в целом. Если ввоз и вывоз капитала *частным сектором* не обеспечивает равновесия платежного баланса, такое равновесие вынуждено обеспечивать правительство, увеличивая или сокращая официальные валютные резервы.

² Строго говоря, ввоз или вывоз капитала должен уравновесить, соответственно, пассивное или активное сальдо счета текущих операций платежного баланса. Мы пока отвлекаемся от других статей счета текущих операций (помимо экспорта и импорта товаров и услуг): репатриации инвестиционной прибыли и заработной платы рабочих, занятых за границей.

В последние два года в российской экономике сложилась несколько необычная ситуация, когда активный торговый баланс сопровождается массивным чистым *ввозом* капитала частным сектором, хотя, согласно традиционному взгляду, активный торговый баланс должен уравниваться чистым *вывозом* капитала. Как уже говорилось, вывоз капитала снимает с рынка избыточное предложение иностранной валюты и, тем самым, уравнивает активное сальдо торгового баланса. Напротив, ввоз капитала *в условиях активного сальдо торгового баланса* означает дополнительное предложение иностранной валюты, сверх того избыточного предложения, которое обуславливается перевесом экспорта над импортом.

В результате правительство и центральный банк, в целях регулирования валютного рынка и поддержания приемлемого для экспортеров курса рубля, вынуждены еще более увеличивать покупку иностранной валюты и наращивать официальные валютные резервы. В России в 2006-2007 годах сочетание активного торгового баланса с чистым ввозом капитала привело к стремительному росту официальных валютных резервов. Мы постараемся проанализировать факторы, обусловившие возникновение такой ситуации, и ее последствия для макроэкономических процессов в России.

Если ввоз капитала осуществляется в условиях чистого экспорта, *всю сумму ввоза капитала следует прибавить к избыточному предложению иностранной валюты на внутреннем рынке, обусловленному активным сальдо по счету текущих операций*. Поясним это утверждение на условном примере.

Допустим, что экспорт составляет 1000 денежных единиц, импорт – 500, соответственно, перевес экспорта над импортом – 500 денежных единиц. Допустим, далее, что ввоз капитала составляет 300 денежных единиц. Тогда мы можем сказать, что предложение иностранной валюты, превышающее спрос на валюту для оплаты импорта, составит $(500+300=)$ 800 денежных единиц.

Конечно, ввоз капитала, частично или полностью, может быть связан с импортом инвестиционных или потребительских товаров. Допустим, что в нашем примере из 300 единиц ввоза капитала 150 единиц используются для оплаты импорта, и только 150 – представляют собой ввоз иностранной валюты. Напомним, что импорт в нашем примере составляет 500 денежных единиц. Теперь мы приняли, что импорт на 150 денежных единиц оплачивается за счет ввоза капитала. Следовательно, за счет выручки от экспорта оплачивается импорт только на 350 денежных единиц. В этом случае перевес экспорта над импортом, оплаченным за счет экспорта, составит $(1000-350=)$ 650 денежных единиц. Импорт капитала в форме иностранной валюты составляет 150 единиц. Общий избыток предложения валюты составит $(650+150)$, т.е., по-прежнему, 800 денежных единиц. Итак, *независимо от того, используется ли ввозимый капитал для оплаты импорта или нет, в условиях превышения экспорта над импортом вся сумма ввоза капитала может рассматриваться как ввоз иностранной валюты*.

Данные о предложении иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (с учетом ввоза капитала) представлены в табл. 7.

Спрос на иностранную валюту (помимо спроса для оплаты импорта, вывоза прибыли и т.д.) связан с вывозом капитала.

В российской экономике в последние годы спрос на иностранную валюту для вывоза капитала значительно превышает активное сальдо баланса товаров и услуг, особенно, если вычесть из этого сальдо поступления в Стабилизационный фонд. В результате возникает дополнительный спрос на иностранную валюту (сверх того предложения, которое обеспечивается активным сальдо товаров и услуг), который может удовлетворяться лишь за счет ввоза капитала (если допустить, что официальные валютные резервы остаются неприкосновенными). Как бы это не звучало, на первый

взгляд, парадоксально, ввоз капитала может, по крайней мере, – частично, вызываться спросом на вывоз капитала. Но при более обобщенном подходе парадокса здесь нет: предложение иностранных активов (ввоз капитала) идет вслед за спросом на иностранные активы (вывозом капитала). Данные по российской экономике подтверждают это положение. Начиная с 2003 года, сумма вывоза капитала превышает активное сальдо баланса товаров и услуг.

Таблица 7. Источники избыточного предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке*, млрд. долларов США

	2003	2004	2005	2006	2007
Сальдо счета текущих операций минус прирост стабилизационного фонда	35	41	58	53	16
Ввоз капитала	28	37	53	71	187
Итого избыточное предложение иностранной валюты*	63	78	111	124	203

*Под избыточным предложением иностранной валюты в данном случае мы понимаем превышение предложения иностранной валюты над спросом для оплаты импорта и других текущих платежей и трансфертов.

Отчисления в Стабилизационный фонд ограничивают поступление иностранной валюты на внутренний валютный рынок, в то время как спрос на нее для оплаты растущего импорта и вывоза капитала увеличивается. В этом, по-видимому, заключается одна из причин лавинообразного роста ввоза иностранного капитала, начиная с 2005 года. В 2005 году ввоз капитала сравнялся с его вывозом, а в 2006 и 2007 годах наблюдался нарастающий перевес ввоза над вывозом капитала.

Однако ввоз капитала в форме иностранной валюты, вызываемый спросом на валюту для вывоза капитала, сам по себе, не ведет к избыточному предложению иностранной валюты, просто потому, что предложение, которое идет вслед за спросом, не может быть избыточным. Как уже говорилось, предложение иностранной валюты, вызываемое перевесом экспорта над импортом товаров и услуг, за вычетом отчислений в Стабилизационный фонд, полностью перекрывается спросом на валюту для вывоза капитала. Чем же в таком случае вызывается избыточное предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, следствием которого является стремительный рост официальных валютных резервов?

Ввоз капитала, вызываемый спросом на валюту для вывоза капитала, конечно, не равнозначен ввозу капитала в целом. Основным фактором, обуславливающим ввоз капитала, является спрос на дополнительные финансовые ресурсы для инвестиций.

В принципе, ввоз иностранного капитала должен сопровождаться соответствующим импортом инвестиционных товаров и технологий, следовательно, он также не должен вызывать избыточного предложения иностранной валюты, которому не противостоит адекватный спрос, в данном случае – спрос для оплаты импорта. Ввоз иностранного капитала может вызывать избыточное предложение иностранной валюты лишь в том случае, когда он не сопровождается соответствующим ростом импорта инвестиционных товаров и технологий. Такой спрос на иностранный капитал представляет собой спрос на заемные ресурсы, но не спрос на иностранные товары, другими словами – спрос на капитал, как таковой, но не спрос на иностранную валюту. Получатели внешних займов нуждаются в дополнительных финансовых ресурсах в рублях, а не в долларах или евро. Однако они находят для себя более выгодным заимствовать за рубежом, ввозить иностранную валюту и предъявлять ее на внутреннем валютном рынке. Именно спрос на иностранный капитал в форме

иностранной валюты порождает избыточное предложение на российском валютном рынке в последние годы.

Постараемся вычислить спрос на внешние кредитные ресурсы, который удовлетворяется в результате поступления в страну избыточной (относительно спроса со стороны частного сектора) иностранной валютой. Мы определяем спрос на внешние кредитные ресурсы как разницу между предложением иностранной валюты, избыточным относительно спроса на нее для текущих операций (оплата импорта, вывоз прибыли и т.д.), и вывозом капитала. Соответствующие расчеты приведены в табл. 8.

Ввоз иностранной валюты может обуславливаться двумя различными группами факторов: во-первых, спросом частного сектора на иностранную валюту (для оплаты импорта, для вывоза капитала и репатриации прибыли), во-вторых, спросом частного сектора *не* на валюту саму по себе, а на финансовые ресурсы, в частности, на заемные средства. В первом случае валюта, купленная или заимствованная, вывозится за границу (в обмен на товары и услуги, либо в результате вывоза капитала). Во втором случае заимствованная валюта остается в стране и неизбежно включается в избыточное предложение валюты на внутреннем рынке.

Таблица 8. Вычисление спроса на внешние кредитные ресурсы, млрд. долларов США

	2003	2004	2005	2006	2007
1. Избыточное предложение иностранной валюты,* млрд. долларов	63	78	111	124	203
2. Вывоз капитала, млрд. долларов	26	43	55	65	100
3. Спрос на внешние кредитные ресурсы (Строка 1 минус строка 2), млрд. долларов	37	35	56	59	103
4. Спрос на внешние кредитные ресурсы, млрд. руб.**	1 132	983	1 590	1 634	2 626

*Под избыточным предложением иностранной валюты в данном случае мы понимаем превышение предложения иностранной валюты над спросом для оплаты импорта и других текущих платежей.

**Спрос на внешние кредитные ресурсы, вычисленный в долларах США (строка 3), мы переводим в рубли (строка 4) по среднегодовому курсу за соответствующие годы.

Итак, ввоз капитала может осуществляться, *в конечном счете*, либо в форме оборудования, товарных запасов, технологий (ноу-хау), либо в форме иностранной валюты. Две эти формы ввоза капитала оказывают принципиально различное воздействие на макроэкономические процессы. Если ввоз капитала осуществляется в форме ввоза инвестиционных товаров, увеличивается импорт, расширяются источники инвестиций, ускоряется экономический рост. Если ввоз капитала представляет собой всего лишь ввоз иностранной валюты, тогда увеличивается предложение иностранной валюты на внутреннем рынке. При заданном спросе частного сектора на иностранную валюту, расширение ее предложения должно уравновешиваться увеличением спроса со стороны денежных властей, и наращиванием официальных валютных резервов.

Таким образом, возможна ситуация, когда ввоз в страну иностранной валюты вызывается не спросом на валюту как таковую, а спросом на заемный капитал. Другими словами, получатель внешних кредитов нуждается не в иностранной валюте, а в дополнительном капитале в рублях. Однако он находит для себя более выгодным (или более доступным) получение внешних займов, с тем, чтобы полученную валюту продать на внутреннем рынке. В этом случае получатель внешнего кредита предъявляет полученную им валюту на внутреннем валютном рынке. Спросу на

заемный капитал противостоит предложению капитала на внешнем рынке, но предложению иностранной валюты, вызванному операцией внешнего займа, может не противостоять никакой спрос на иностранную валюту со стороны частного сектора. Излишним в этом случае является предложение валюты, но не предложение капитала.

Продавая валюту на внутреннем рынке, получатель внешнего кредита замещает ресурсы, привлеченные им из-за границы, внутренними ресурсами. Коль скоро предложение иностранной валюты, вызванное спросом на иностранные кредиты как таковые, оказывается *при данном валютном курсе* избыточным (ему не противостоит соответствующий спрос на валюту со стороны частного сектора), спрос на эту валюту может предъявить только правительство и Центральный банк. Следовательно, ресурсы, полученные из-за границы, замещаются внутренними ресурсами Центрального банка и правительства – эмиссионным ресурсом и средствами бюджета.

Постараемся четко представить последовательность процессов, связанных с ввозом капитала в форме иностранной валюты.

(1) Субъекты внутренней экономики (корпорации, банки) получают кредиты на внешнем финансовом рынке.

(2) Ввезенную иностранную валюту они предлагают на внутреннем валютном рынке. В результате на внутреннем валютном рынке образуется избыточное предложение иностранной валюты.

(3) Центральный банк и правительство снимают это избыточное предложение, покупая иностранную валюту, во-первых, за счет эмиссии денег, во-вторых, за счет части доходов бюджета (за счет бюджетного профицита, превышающего прирост стабилизационного фонда).

(4) Валюта, ввезенная заемщиками иностранного капитала, поступает в официальные валютные резервы.

(5) В руках заемщиков иностранного капитала оказывается эквивалентная (в соответствии с рыночным валютным курсом) сумма в рублях, источником которой является бюджетный профицит и эмиссионный ресурс центрального банка. *В конечном счете, валюта, поступившая в результате внешних займов частного сектора, оседает в официальных валютных резервах, а источником ресурсов, оказавшихся в руках заемщиков иностранного капитала, становится внутренняя экономика.*

Итак, два возможных внутренних источника ресурсов, замещающих привлеченный иностранный капитал, – это прирост количества денег Центрального банка и профицит бюджета *за минусом прироста Стабилизационного фонда*. Данные о количестве денег Центрального банка регулярно публикуются, и прирост этого количества за год не трудно вычислить. Расчет профицита за минусом прироста стабилизационного фонда приведен в табл. 9.

Таблица 9. Стабилизационный фонд и профицит бюджета, млрд. руб.

	2003	2004	2005	2006	2007*
Профицит консолидированного бюджета	174	760	1 670	2 251	2 966
Прирост стабилизационного фонда	-	506	710	1 110	1 302
Бюджетный профицит <i>минус</i> прирост стабилизационного фонда	174	154	960	1 141	1 664

*Данные за январь-октябрь. Прирост стабилизационного фонда за весь 2007 год – 1 328 млрд. руб. Данные о профиците бюджета за январь-декабрь 2007 года еще не опубликованы, но, по опыту прошлых лет, профицит за год бывает меньше, чем за период с января по октябрь.

Теперь мы можем сопоставить ввоз капитала в форме иностранной валюты и внутренние источники замещения этого капитала. В 2007 году, когда ввоз

иностранного капитала стал основным фактором избыточного предложения иностранной валюты на внутреннем рынке, сумма спроса на внешние кредитные ресурсы должна, с учетом неизбежных неточностей в расчетах, в принципе, совпадать с суммой прироста количества денег Центрального банка и профицита бюджета за вычетом прироста Стабилизационного фонда. Статистические данные подтверждают это предположение (см. табл. 10).

Таблица 10. Внутренние источники, замещающие внешние кредиты, млрд. руб.

	2007
1.Спрос на внешние кредитные ресурсы	2 626
2. Прирост наличных в обращении	917
3.Бюджетный профицит <i>минус</i> прирост Стабилизационного фонда	1 664
4.Итого внутренние источники, замещающие внешние кредиты (2+3)	2 581

Расхождение между цифрами, характеризующими в табл. 10 «Спрос на внешние кредитные ресурсы» и внутренние источники финансирования, замещающие внешние займы, объясняется, по-видимому, тем, что бюджетный профицит исчислен нами не за весь 2007 год, а лишь за январь-октябрь.

Ввоз капитала в форме иностранной валюты не расширяет источников инвестиций и не ускоряет темпы роста. Он лишь приводит к *перераспределению внутренних ресурсов в пользу заемщиков иностранного капитала* за счет других субъектов экономики, например, возможных получателей бюджетных трансфертов, государственных инвестиций и т.д.

Масштабы перераспределения внутреннего продукта (совокупного дохода) в пользу заемщиков иностранного капитала зависят, во-первых, от масштабов ввоза иностранного капитала, во-вторых, от валютного курса рубля. Допустим, что рыночный валютный курс рубля занижен относительно паритета покупательной способности в 1,5 раза. Тогда заемщики иностранного капитала, продавая иностранную валюту на внутреннем рынке, получают денежную сумму в рублях, покупательная способность которой на внутреннем рынке в полтора раза превышает покупательную способность на внешнем рынке проданной ими иностранной валюты. Происходит масштабное перераспределение валового внутреннего продукта в пользу тех секторов экономики, которым доступны иностранные кредиты.

Средства бюджета, соответствующие бюджетному профициту за минусом прироста Стабилизационного фонда, не выводятся из оборота, как это иногда утверждают, а перераспределяются в пользу тех субъектов экономики, которые ввозят капитал в форме иностранной валюты. Основными получателями иностранных кредитов являются корпорации топливно-энергетического комплекса. За счет средств, привлеченных на внешнем финансовом рынке, и *замещенных ресурсами бюджета и Центрального банка*, эти корпорации осуществляют большую часть инвестиций.

Фактически, можно было бы финансировать инвестиции в добывающих отраслях непосредственно из бюджета, в масштабах, соответствующих нынешнему бюджетному профициту за минусом прироста Стабилизационного фонда. Эмиссионный ресурс можно было бы использовать для предоставления беспроцентного и бессрочного кредита правительству и за счет этого источника финансировать инвестиции в базовых отраслях. Тогда не потребовалось бы обременять экономику огромным корпоративным долгом, выплачивать по нему проценты, и т.д.

Тогда не было бы и наращивания валютных резервов, практически эквивалентных этому долгу. Но тогда происходила бы постепенная ренационализация сырьевых отраслей; кроме того, обществу стало бы очевидным, какова подлинная цена их «высокой рентабельности», в частности, «высокой рентабельности» экспорта энергоносителей. Внутренние ресурсы, перераспределяемые в пользу получателей внешних кредитов, составляют, приблизительно, 7-8% ВВП. Такова плата за поддержание добычи первичных ресурсов примерно на прежнем уровне.

Как пишут В. Сенчагов и И. Мальцева, «Во избежание катастрофических дефицитов, которые уже в ближайшем будущем отзовутся мощным ростом цен, в развитие газовой отрасли необходимо вложить, по разным оценкам, *несколько сот миллиардов долларов*, в то время как инвестиционные возможности Газпрома находятся в пределах нескольких десятков»³.

Аналогичная ситуация сложилась в нефтедобывающей отрасли и в электроэнергетике.

Высокая номинальная рентабельность базовых отраслей, ориентированных на экспорт, объясняется тем, что капитал в этих (как и в других) отраслях оценивается не по издержкам его воспроизводства на современном техническом уровне, а по рыночной стоимости представляющих его ценных бумаг или по остаточной стоимости основных фондов. Конечно, так оценивается капитал и в других отраслях промышленности, однако именно в базовых отраслях разрыв между оценкой по рыночной стоимости (или по остаточной стоимости основных фондов), с одной стороны, и оценкой по издержкам воспроизводства – с другой, особенно велик, и составляет, возможно, десятки раз. Если бы капитал в сырьевых отраслях и в электроэнергетике был оценен в соответствии с издержками его воспроизводства, номинальная рентабельность, исчисленная как отношение валовой прибыли к капиталу, снизилась бы в десятки раз, а чистая прибыль, возможно, измерялась бы отрицательной величиной.

³ В. Сенчагов, И. Мальцева. Трансформация платежного баланса и новая макроэкономическая политика России на среднесрочную перспективу. Вестник Института экономики, 2007, № 4, с. 16.