

References

1. *Nauka Rossii v tsifrah: 2012. Stat. sb. M.: TsISN, 2012.*
2. *Strategiya razvitiya nauki i innovatsiy v Rossiyskoy Federatsii na period do 2015 goda. Uverzhdena Mezhdovedstvennoy komissiyey na nauchno-tehnicheskoy politike (protokol ot 15.02.2006 №1).*

ДАННЫЕ ОБ АВТОРЕ

Гудкова Ангелина Александровна, к.э.н., начальник отдела,
Федеральное государственное бюджетное научное учреждение
Научно-исследовательский институт – Республиканский исследовательский научно-консультационный центр экспертизы,
Москва, 123317, ул. Антонова-Овсеенко, д. 13, стр. 1.
E-mail: ang-gudkova@yandex.ru

DATA ABOUT THE AUTHOR

Gudkova Angelina, PhD, Department Head, Federal state budgetary scientific institution «Scientific Research Institute – Federal Research Centre for Project Evaluation and Consulting Services» (SRI FRCEC),
Moscow, 123317, Antonova-Ovseenko Str. 13, stroenie 1,
E-mail: ang-gudkova@yandex.ru

УДК.339.1

ПРИРОДА ВАЛЮТНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ В ТРАНЗИТИВНІЙ ЕКОНОМІЦІ

Егоров О.В.

Ключові слова: фінансова нестабільність, валютна криза, фінансова криза, платіжний баланс, сальдо рахунку поточних операцій, девальвація, інфляційне таргетування, монетарне таргетування, грошова маса, макроекономічна стабілізація, структурні економічні реформи.

ПРИРОДА ВАЛЮТНОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ В ТРАНЗИТИВНОЙ ЭКОНОМИКЕ

Егоров А.В.

Статья посвящена исследованию актуальной проблемы современной экономики: природе и последствиям валютных кризисов. В статье определяется сущность валютных кризисов, специфика их возникновения и проявления в транзитивных экономиках, в частности, в экономике Беларуси, дается анализ мероприятий монетарных властей, направленных на установление макроэкономического равновесия на финансовом рынке.

Предметом исследования являются отношения, складывающиеся по поводу возникновения и проявления валютной нестабильности, а также деятельность монетарных властей по устранению причин и последствий валютной нестабильности в экономике.

Целями настоящего исследования являются определение причин воспроизводства периодических валютных кризисов в экономике Беларуси, выявление общего и особенного в действии этого механизма по сравнению с воспроизводством валютных кризисов в странах с рыночной экономикой, анализ макростабилизационной программы монетарных властей, направленной на достижение макроэкономического равновесия на финансовом рынке.

Основу методологии исследования составляет аналитический метод, дополненный методом функционального анализа (исследуются взаимосвязи между отдельными макроэкономическими параметрами, такими как денежная масса и инфляция, инфляция и девальвация, валютный курс и динамика экспорта).

Результаты исследования. Выявлены особенности воспроизводства валютной нестабильности в Беларуси: кризисы платежных балансов на всех уровнях (как макро, так и микроэкономическом) вызываются фундаментальными структурными проблемами белорусской экономики, прежде всего, наличием большого числа неэффективно функционирующих организаций по преимуществу государственной формы собственности.

Проанализированы макростабилизационные мероприятия белорусских монетарных властей. Сделан вывод о том, что в 2015 году в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики, направленной на упрочение валютной стабильности, определено монетарное таргетирование. Содержанием монетарного таргетирования является управление параметрами рублевой денежной базы, через нее – параметрами рублевой денежной массы (агрегат M2*), и далее – параметрами инфляции. Выполнение макростабилизационной программы на 2015 год осложнено накопившимися серьезными структурными дисбалансами экономики, ее долларизацией, неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктурой.

Область применения результатов. Результаты исследования могут быть использованы при разработке макростабилизационных мероприятий на финансовом рынке Республики Беларусь.

Ключевые слова: финансовая нестабильность, валютный кризис, финансовый кризис, платежный баланс, сальдо счета текущих операций, девальвация, инфляционное таргетирование, монетарное таргетирование, денежная масса, макроэкономическая стабилизация, структурные экономические реформы.

THE NATURE OF MONETARY INSTABILITY IN THE TRANSITION ECONOMY

Egorov A.V.

The article is devoted to the research of the actual problem of modern economic paradigm: the nature and consequences of monetary crises. The nature of monetary crises, the specificity of their appearance in transition economies, in particular in the economy of Belarus are defined and the analysis of the measures of the monetary authorities directed at the establishment of macroeconomic equilibrium in the financial market is given in the article.

The subject of research is the relations created because of the appearance of monetary instability as well as activity of the monetary authorities directed at neutralization of the causes and effects of monetary instability in the economy.

Research tasks are definition of the causes of periodically reappearing monetary crises in the economy of Belarus, identification of general and particular mechanism in comparison with the reappearing monetary crises in the countries with market economy, analysis of macro-stabilizing program of monetary authorities directed at achievement of macroeconomic equilibrium at the financial market.

The base for research methodology is the analytic approach supplemented with the functional-analytic approach (interconnections between separate macroeconomic parameters such as money supply and inflation, inflation and devaluation, currency exchange rate and dynamics of export are under research).

Results of the research. *The peculiarities of the reappearance of the monetary instability in Belarus were found out: balance of payment crises at all levels (macro and microeconomic) caused by fundamental structural problems of Belarusian economy and first of all by the big number of ineffectively functioning organizations mostly government owned.*

Macro-stabilization measures of Belarusian monetary authorities were analyzed. The following conclusion was made: in 2015 monetary targeting was taken as the main instrument of monetary policy directed at strengthening of monetary stability. The content of monetary targeting is management of parameters of rouble monetary base and through which – the parameters of rouble money supply (aggregate M2), and further - parameters of inflation. The fulfillment of macro-stabilization program for 2015 is complicated by the accumulated serious structural imbalances of the economy, its dollarization, unfavorable external economic conjuncture.*

The scope of the results. *The results of the research can be used in the development of macro-stabilization activities in the financial market of the Republic of Belarus.*

Key words: *financial instability, monetary crisis, financial crisis, balance of payment, current account balance, inflation targeting, monetary targeting, money supply, macroeconomic stabilization, structural economic reforms.*

Введение. Валютной нестабильность является одной из ключевых проблем современной экономики. Со второй половины 80-х годов XX века экономическая наука накопила достаточно весомый потенциал в ее исследовании, который позволил выделить тематику валютной нестабильности (валютных кризисов) в самостоятельный раздел теории устойчивого экономического роста. Усилиями ученых, работающих в данном направлении, установлено, что валютные кризисы имеют несколько иную природу, чем циклические экономические кризисы. Методы и приемы достижения валютной стабильности также отличаются от стандартных антикризисных мероприятий по выводу экономики из состояния рецессии. Вместе с тем, в современной экономике все более острой ставится проблема переплетения валютного и экономического кризисов. Становится очевидным, что мероприятия по достижению равновесия на валютном рынке, должны согласовываться с антициклическими мероприятиями, исходя из того, на какой стадии экономического цикла находится в данный момент экономика.

Актуальность темы исследования определяется следующими обстоятельствами: от степени решенности исследуемых проблем зависит содержание и качество макростабилизационных мероприятий, направленных на создание благоприятных условий для устойчивого экономического роста. Понимание природы валютных кризисов важно для стран с транзитивными экономиками в силу слабости развития рыночных механизмов поддержания макро и микроэкономического равновесия. Особую значимость исследуемая проблематика получает в связи с тем, что в период усиливающейся валютной нестабильности монетарные власти сталкиваются с необходимостью принимать решения и осуществлять макростабилизационные мероприятия в режиме реального времени

Анализ последних исследований и публикаций. Проблеме определения сущности валютного кризиса посвящено множество исследований как зарубежных, так и отечественных авторов. Основоположником теории валютной нестабильности является П. Кругман (P. Krugman). Развитие модель П. Кругмана получила в работах Р. Флуда (R. Flood), П. Гарбера (P. Garber), других авторов. Классическим исследованием этой проблемы в транзитивной экономике является работа Роналда Мак-Киннона (R. McKinnon) [1].

Следует отметить, что если природа валютных кризисов в рыночной экономике изучена достаточно хорошо, то специфические белорусские условия, вызывающие валютную нестабильность, исследованы недостаточно полно. Ясной картины причин возникновения и характера протекания валютных кризисов в белорусской экономике все еще нет. Более того, сам факт валютной нестабильности, порождаемый особенностями белорусской экономической модели, не находит понимания со стороны большинства отечественных экономистов. По их мнению, для белорусской экономики характерной является такая черта, как стабильность, сочетаемая с высокими темпами экономического роста. Немногие исключения составляют работы В. Усоского [2, С.71- 96], А. Тихонова, И. Пелипася, Д. Крука и некоторых других авторов.

В настоящей статье мы попытаемся использовать в качестве рабочей гипотезы теорию П. Кругмана и осветить с ее помощью ряд проблем роста белорусской экономики. В силу объективных и субъективных причин многие важнейшие аспекты валютной нестабильности белорусской экономики, в частности, оценка последствий накопления отрицательного потенциала периодических валютных кризисов для выработки содержания мероприятий стабилизационной политики, не только не изучены учеными, но, как следствие, не осознаны в практике действия белорусских монетарных властей. Сложность исследования обусловлена еще и тем, что многие проблемы валютной нестабильности вошли в научный оборот в течение нескольких последних лет. Так, например, поднимаемая в статье проблема позитивных и негативных сторон выравнивания платежного баланса страны через проведение так называемой «внутренней девальвации», не имеет общепризнанного в научном экономическом сообществе решения, относится к разряду дискуссионных.

Целями настоящего исследования являются определение причин воспроизводства периодических валютных кризисов в экономике Беларуси, выявление общего и особенного в действии этого механизма по сравнению с воспроизводством валютных кризисов в странах с рыночной экономикой, анализ стабилизационной программы монетарных властей, направленной на достижение макроэкономического равновесия на финансовом рынке.

Содержание основного материала исследования.

Понятие валютного кризиса. Проблеме определения причин возникновения и содержания валютных кризисов посвящено множество исследований. На наш взгляд, наиболее точно раскрывает суть явления теория валютной нестабильности, автором которой является П. Кругман (P. Krugman). Им разработана модель кризиса платежного баланса [3]. Причиной валютного кризиса, по-Кругману, является кризис платежного баланса, который, в свою очередь, возникает вследствие несоответствия между двумя направлениями финансовой политики – монетизацией бюджетного дефицита (устранением его за счет денежной эмиссии) и действием режима курсообразования с фиксированным курсом национальной валюты (или его промежуточного аналога). Погашение бюджетного дефицита за счет денежной эмиссии ведет к инфляции, ухудшению условий торговли (вследствие более быстрого роста внутренних цен по сравнению с внешними) и дефициту счета текущих операций.

Дефицит счета текущих операций создает избыточное давление на курс национальной валюты, что приводит к расходованию золотовалютных резервов и, как следствие – к падению курса национальной валюты. Таким образом, основная причина кризиса платежного баланса заключается в неспособности монетарных властей обслуживать выбранный фиксированный (или промежуточный) режим валютного курса вследствие проведения политики эмиссионного финансирования.

Р. Флуд (R. Flood) и П. Гарбер (P. Garber) развили модель П. Кругмана, включив в нее такой фактор, как рост величины внутреннего кредита [4]. Это дополнение детализирует современный механизм кризиса платежного баланса и объясняет причину, уменьшающую возможности монетарных властей поддерживать фиксированный валютный курс. Современная интерпретация теории валютного кризиса как кризиса платежного баланса носит название модели Кругмана – Флуда – Гарбера.

Дискуссионным является *вопрос соотношения валютного и финансового кризиса*. Существует точка зрения, согласно которой валютный и финансовый кризис – это одно и то же явление (например, Дж. Френкель (J. Frankel), А Роуз (A. Rose)) [5]. По нашему мнению, понятие финансового кризиса шире, чем понятие валютного кризиса. Валютный кризис является одной из разновидностей финансового кризиса. Не всякий финансовый кризис является валютным. Разновидностью финансового кризиса, который может и не сопровождаться девальвацией валюты, является *долговой кризис*. Долговой кризис проявляется в виде образования так называемых «дутых», переоцененных финансовых активов, которые еще называют «активами-пузырями». Долговой кризис можно определить как кризис ликвидности переоцененных финансовых активов. Долговой кризис при его значительных масштабах может перерасти в *банковский – кризис частной задолженности*, который, в свою очередь, характеризуется подрывом доверия в отношениях между финансовыми институтами, приводящим к проблемам в межбанковском кредитовании, а также в поддержании нормативного уровня ликвидности коммерческих банков. Если банковский кризис распространяется на реальный сектор экономики через нарушение банками режима клиентских платежей и сворачивание кредитования реального сектора, что в дальнейшем ведет к сокращению валового внутреннего продукта (далее – ВВП), можно говорить о том, что финансовый кризис перерастает в кризис *экономический*.

Валютный кризис может вызываться также сверхнормативным накоплением государственного долга, когда у инвесторов появляется недоверие к возможностям Правительства обслуживать внешнюю задолженность страны. В этом случае имеет место *переплетение долгового и валютного кризисов*.

Основным признаком валютного кризиса является нестабильность курса национальной валюты. Внешне валютный кризис проявляется в виде резкого обесценения национальной валюты на 20-30% и более, которое сопровождается сокращением золотовалютных резервов страны.

Роль девальвации в механизме валютного кризиса, ее влияние на платежный баланс. Масштабная девальвация является важной составляющей в механизме действия валютного кризиса. При помощи девальвации происходит выравнивание платежного баланса. Номинальный обменный курс национальной денежной единицы приводится в соответствие с реальным эффективным обменным курсом. Импорт становится относительно дороже и поэтому сокращается, экспорт – относительно дешевле и поэтому растет.

Более благоприятные условия для экспорта создаются за счет сокращения расходов на рабочую силу в структуре себестоимости. Экспорт становится дешевле за счет снижения себестоимости продукции и услуг, в которой значительную долю занимают расходы на заработную плату. Удельные расходы на заработную плату измеряются при помощи показателя unit labour cost. Unit labour cost (ULC) – цена рабочей силы на единицу выпущенной продукции – является одним из важнейших показателей конкурентоспособности экономики страны. Девальвация национальной валюты направлена на повышение внешней конкурентоспособности экономики посредством снижения реальной заработной платы и уменьшения удельных расходов на заработную плату в цене продукции. Формирование равновесного (в отношении производительности труда) уровня заработной платы, таким образом, является фактором формирования равновесного платежного баланса.

Внешние и внутренние причины возникновения валютного кризиса. Валютный кризис может иметь как внутренние фундаментальные причины, так и внешние технические. Появление валютной нестабильности извне в специальной экономической литературе принято называть *передаточным (трансмиссионным) заражением*. Эффект заражения может возникать в результате девальвации национальной денежной единицы страны – основного экономического партнера. В этом случае трансмиссионное заражение осуществляется по крайней мере по двум основным каналам: через внешнюю торговлю и через реализацию психологических ожиданий субъектов финансового рынка.

Через внешнюю торговлю происходит ухудшение платежного баланса за счет относительного удорожания товаров и услуг страны – экспортера в стране – торговом партнере, в которой произошла девальвация. Психологический механизм передачи девальвации действует следующим образом. Ожидания неизбежной собственной девальвации после девальвации у страны – торгового партнера вызывает стремление избавиться от потенциально неустойчивой национальной валюты, приводит к панике на валютном рынке. Масштабы начавшейся девальвации увеличиваются спекулятивными атаками на национальную валюту. Участники валютного рынка, прогнозируя уменьшение величины золотовалютных резервов и дальнейшее падение курса национальной валюты, стремятся сформировать длинные валютные позиции в иностранной валюте для того, чтобы при последующей конвертации их в иностранную валюту по более выгодному курсу получить доход.

Так в течение нескольких дней – с 16 по 19 декабря 2014 года – на фоне обвальной девальвации российского рубля, произошедшей 15 декабря 2014 года, населением Беларуси было куплено на чистой основе порядка 450 млн. долл. США. Бегство из белорусского рубля в иностранную валюту остановили только чрезвычайные меры правительства: введение 30 % налога на куплю – продажу иностранной валюты и временное закрытие межбанковского валютного рынка на два месяца. В описываемом случае девальвация была вызвана исключительно внешним фактором и передалась из другой страны мгновенно через механизм психологического заражения.

Зависимость курса белорусского рубля от изменения курса российского рубля объясняется структурой белорусского экспорта, примерно половина которого приходится на Российскую Федерацию. Ослабление российского рубля по отношению к твердым валютам приводит к уменьшению стоимости белорусского экспорта в Российскую Федерацию при постоянных объемах экспорта в натуральном выражении. Попытки привязать цены на белорусские товары, экспортируемые в Россию, к твердым валютам имеет ограниченное применение: белорусские товары при этом теряют конкурентоспособность по цене по сравнению с российскими. Стресс-тестирование банковской системы, проводимое Национальным банком Республики Беларусь (далее – Национальный банк), показывает очень сильную уязвимость отечественной экономики в целом и банковской системы, в частности, в зависимости от мирового уровня цен на нефть и курса российского рубля.

Особенности белорусской экономики, вызывающие валютную нестабильность. В белорусской экономике значительная часть бюджетных финансовых ресурсов распределяется государственным предприятиям через коммерческие банки в форме кредита, хотя кредитом по существу эти ресурсы не являются. Доля таких квазикредитов доходит до 50% совокупного кредитного портфеля белорусских банков. Это означает, что большинство финансовых решений в белорусской экономике принимается не банками, а администрацией государственных органов управления исходя не из локальных критериев эффективности, а из критериев государственной системной целесообразности.

Накапливающиеся в белорусской экономике диспропорции порождают периодические валютные кризисы: март 1996 года, январь 2009 года, март – сентябрь 2011 года, декабрь 2014 – январь 2015 года. Причины нестабильности на валютном рынке связаны с политикой искусственного эмиссионного стимулирования внутреннего спроса в условиях фиксированного курса национальной валюты – а именно, стимулирования внутреннего спроса путем наращивания инвестиций в основной капитал с помощью механизма директивного бюджетного и квазибюджетного кредитования в рамках государственных программ развития. Превышение внутренних инвестиций над внутренними сбережениями создает ситуацию хронического отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса страны, что в свою очередь приводит к необходимости резкой

корректировки курса белорусского рубля – к девальвации. Ярким примером реализации такого сценария является валютный кризис 2011 года, произошедший вследствие несбалансированного наращивания инвестиционных расходов и политически мотивированного роста заработной платы вне связи с ростом производительности труда в 2010 году.

Особенностью валютной нестабильности в Беларуси является то, что кризисы платежных балансов на всех уровнях (как макро, так и микроэкономическом) вызваны фундаментальными структурными проблемами белорусской экономики, прежде всего, наличием большого числа неэффективно функционирующих организаций по преимуществу государственной формы собственности. Так, на 1 января 2015 года доля убыточных организаций в промышленности составила 12,5 %, работающих с рентабельностью до 5% (недостаточной для осуществления нормального процесса воспроизводства) – порядка 40 %. Девальвация белорусского рубля, в частности, отнесение отрицательных курсовых разниц на прибыль, усугубила проблемы: за первый месяц 2015 года убыточными были уже 28,6% от общего количества организаци [6].

В классическом случае дефицит счета текущих операций должен финансироваться через привлечение иностранных инвестиций и финансовых ресурсов. В экономике Беларуси в силу незначительного притока прямых иностранных инвестиций балансировка происходит за счет долговых инструментов – внешних кредитных заимствований, суммарный размер которых (включая государственные, корпоративные и банковские кредиты) составляет в настоящее время порядка 60% ВВП. На обслуживание только внешнего государственного долга Беларуси в 2015 году необходимо направить около 4,1 млрд. долл. США, что составляет около 6% ВВП. Эта величина сопоставима с совокупной прибылью, генерируемой всеми белорусскими организациями за год. Сопоставление этих двух параметров свидетельствует о том, что эффективность функционирования белорусской экономики такова, что без привлечения внешних источников финансирования инвестиционный потенциал у нее крайне ограничен. Прибыли, генерируемой белорусской экономикой, едва хватает для обеспечения простого воспроизводства. Более высокие темпы роста достигаются за счет искусственного накачивания инвестиционного спроса, что и создает проблему валютной нестабильности.

Макростабилизационные мероприятия. Стандартными мероприятиями, направленными на исправление балансов, в случае, когда в прошлых периодах бюджетные дефициты покрывались посредством эмиссионного финансирования, являются сокращение бюджетного дефицита и ужесточение монетарной политики. Однако, для белорусской экономики таких макростабилизационных мер недостаточно. Кризис платежных балансов на микроэкономическом уровне вызван в ней структурными диспропорциями. Поэтому без устранения последних стабилизационные меры жесткой монетарной политики будут вызывать стагнацию экономики.

Следует отметить, что политика жестких бюджетных ограничений для организаций всех форм собственности, включая государственную, является первичным необходимым условием устранения причин валютной нестабильности. Политика жесткого бюджетирования практиковалась ранее Национальным банком после валютных кризисов января 2009 года и марта-сентября 2011 года. Однако под давлением лоббистов неконкурентоспособных организаций реального сектора экономики монетарные власти проводили такую политику только в течение непродолжительного периода времени, недостаточного для устранения фундаментальных причин валютных дисбалансов. По прошествии всего лишь нескольких месяцев всякий раз возобладало эмиссионное финансирование и потенциал кризиса платежного баланса начинал накапливаться снова.

После обвального падения курса белорусского рубля к доллару США на 40% правительством с января 2015 года начала реализовываться макростабилизационная программа, направленная на устранение последствий валютного кризиса. В 2015 году в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики определено монетарное таргетирование – управление параметрами денежной массы. Таргетируется не курс национальной валюты и не инфляция, а денежная масса.

Отличие монетарного таргетирования от инфляционного таргетирования. Инфляционное и монетарное таргетирование преследуют одну и ту же цель – подавление инфляции, но реализуют ее по-разному. Инфляционное таргетирование предполагает регулирование уровня инфляции посредством управления процентными ставками на денежном рынке. При осуществлении политики инфляционного таргетирования инфляция ограничивается за счет высокой процентной ставки рефинансирования центрального банка. Высокими процентными ставками отсекаются инвестиционные проекты с низкой рентабельностью, которые в наибольшей степени причастны к росту инфляции. Согласно положениям описанной нами выше теории валютной нестабильности повышение процентной ставки – это один из инструментов управления платежным балансом. Исправление платежного баланса происходит в данном случае за счет уменьшения внутреннего спроса.

Следует отметить, что инфляционное таргетирование не является универсальным стабилизационным инструментом, одинаково пригодным для всех ситуаций валютной нестабильности. В Беларуси такое управление инфляцией через величину ставки рефинансирования не работает, так как спрос предприятий на кредиты в условиях мягкой бюджетной дисциплины неэластичен по процентной ставке. Кредиты востребованы не зависимо от уровня процентной ставки: предприятиям важно получить кредит, чтобы продолжать функционировать, а затем они добиваются реструктуризации либо рефинансирования своей проблемной задолженности. Издержки по обслуживанию проблемной кредитной задолженности при этом в конечном итоге ложатся на государственный бюджет.

Содержанием монетарного таргетирования является управление параметрами рублевой денежной базы, через нее – параметрами рублевой денежной массы (агрегат $M2^*$), и далее – параметрами инфляции. Практика свидетельствует, что именно у агрегата $M2^*$ существует тесная связь с индексом потребительских цен. Денежная база укрупнено состоит из денежной наличности, кассы банков, обязательных резервов коммерческих банков и денег коммерческих банков на корреспондентских счетах Национального банка. Это ресурсная база Национального банка. Целевой показатель прироста агрегата $M2^*$ на 2015 год составляет 30%, рублевой денежной базы – 10%. Учитывая, что основная доля прироста рублевой денежной массы уже произошла в январе 2015 года в виде переоценки валютных активов в результате девальвации (начисленные курсовые разницы), можно констатировать, что монетарная политика Национального банка на 2015 год является сверхжесткой.

Механизм осуществления монетарного таргетирования. Национальным банком в 2015 году будет проводиться оперативный мониторинг двух параметров: 1) прироста объемов активных операций и 2) показателя покрытия ликвидности. Согласно «Методике расчета банками показателей капитала, леввереджа и ликвидности», предусмотренных международными стандартами Базель III, показатель покрытия ликвидности характеризует соотношение суммы высоколиквидных активов и чистого оттока денежных средств в течение последующих 30 дней [7]. Суть методики сводится к постоянному проведению стресс-тестирования на предмет способности коммерческих банков исполнять краткосрочные обязательства при отсутствии обычного финансирования в течение 30 дней.

Роль «корзины валют» в денежно-кредитном регулировании. В 2015 году Национальный банк не таргетирует курс белорусского рубля – уровень корзины валют, а использует значение корзины для определения предела волатильности белорусского рубля. При превышении контрольного значения величины корзины Национальный банк осуществляет валютные интервенции. Таким образом, Национальный банк не задает нормативные параметры курса белорусского рубля и не поддерживает заранее определенный уровень курса за счет расходования золотовалютных резервов, а только сглаживает

острые колебания курса. Такая политика направлена на недопущение чрезмерного расходования ограниченных золотовалютных резервов.

Совместные мероприятия Национального банка и Совета министров по стабилизации денежно-кредитной системы страны. Согласно официальной статистике ВВП Беларуси в январе-феврале 2015 года снизился на 0,6% по сравнению с январем-февралем 2014 года [6]. Наибольшее падение производства фиксируется в промышленной сфере. Белорусская экономика плавно входит в фазу рецессии, вследствие чего главной задачей экономических властей становится стабилизация спада на относительно безопасном уровне, недопущение масштабного финансово-экономического кризиса. Речь уже не идет о поддержании положительных темпов роста ВВП. Для этого нет финансовых ресурсов. Основной задачей становится сохранение макроэкономической стабильности в среднесрочном периоде, то есть сохранение управляемости экономикой.

В сложившейся ситуации меняется политика распределения ресурсов. Ограниченные финансовые ресурсы не должны раздаваться всем убыточным и низкорентабельным организациям «поровну», как это было ранее, а будут распределяться так, чтобы предотвратить возникновение системного экономического коллапса. В белорусских реалиях это выглядит так, что поддерживать правительство финансово будут только системообразующие предприятия по преимуществу государственной формы собственности. Правительство для управления в «ручном режиме» – то есть исполнения директивных указаний со стороны Администрации Президента – отобрало 106 таких предприятий. Особенностью стабилизационной денежно-кредитной политики является сокращение финансирования государственных программ в 1,5 раза по сравнению с 2014 годом. Ставится задача заставить организации работать в условиях жестких бюджетных ограничений.

Как отмечалось выше, при посредстве девальвации происходит выравнивание платежного баланса за счет относительного удорожания импорта и удешевления экспорта. Проиллюстрировать это положение можно на основе статистики внешней торговли Беларуси за январь 2015 года – первого месяца после девальвации декабря 2014 года: положительное сальдо внешней торговли товарами и услугами в январе 2015 года составило 623,0 млн. долл. США против положительного сальдо в сумме 163,9 млн. долл. США в январе 2014 года [8].

Девальвация повышает внешнюю конкурентоспособность за счет снижения удельного веса издержек на труд (ULC) в цене продукта. Однако в этом процессе и есть естественные ограничения. Зарботная плата занимает в Беларуси примерно третью часть в структуре себестоимости продукции (еще примерно по одной трети приходится на комплектующие и сырье). Учитывая, что комплектующие материалы белорусских предприятий на 85% состоят из импортной составляющей, очевидно, что снижение удельного веса заработной платы в себестоимости продукции в результате девальвации не может компенсировать в равной мере относительное снижение внутренних цен в Российской Федерации. Чтобы добиться равного эффекта в поддержании конкурентоспособности белорусских товаров, при снижении внутренних цен в Российской Федерации вследствие 100% девальвации российского рубля в 2014 году, белорусскую заработную плату следовало бы уменьшить втрое, что не представляется возможным.

По этой причине, а также по причине возникновения больших рисков для банковской системы, девальвация национальной валюты может дополнять так называемой «внутренней девальвацией» – деятельностью правительства по целенаправленному снижению цены труда за счет жесткой экономии бюджетных средств, роста налоговой нагрузки и снижения реальных заработных плат. «Внутренняя девальвация» призвана решить триединую задачу: увеличить конкурентоспособность экспорта, снизить риски девальвации национальной валюты для банковской системы и не подорвать доверие инвесторов к национальной экономике.

Последствия девальвации национальной валюты для банков. Практика показывает, что при величине девальвации, превышающей 30%, возникает системная угроза стабильности функционирования банковской системы страны. Обесценение национальной валюты ухудшает показатели ликвидности банков, так как увеличивается стоимость обязательств в иностранной валюте относительно активов, номинированных в национальной валюте. Девальвация снижает показатели нормативного капитала банков так как нормативный капитал рассчитывается исходя из контрольного значения в иностранной валюте, пересчитанной в белорусские рубли по официальному курсу Национального банка. Кроме финансовой устойчивости происходит также ухудшение финансового положения банков вследствие возрастания трудностей у клиентов-кредитополучателей в исполнении обязательств, выраженных в иностранной валюте. Результатом масштабной девальвации может стать банковский кризис, признаками которого являются рекапитализация коммерческих банков в размерах более 2% ВВП, увеличение доли просроченной задолженности на величину более 10% объема суммарных активов.

Последствия девальвации для реального сектора экономики. На 2015 год Национальный банк закладывает корреляцию между ростом цен и параметрами девальвации в размере 0,4. Это означает, что на каждый процент прироста девальвации цены вырастут на 0,4 процента. Для предыдущих финансовых кризисов было характерно другое значение корреляции – 0,6, то есть догоняющая инфляция была в полтора раза выше. Параметры инфляции в Беларуси на 2015 год заданы в пределах 18 – 20 % в год.

При проведении политики жестких бюджетных ограничений предприятия и банки лишаются возможности номинально восстановить денежные потоки и ликвидность за счет роста цен. Ограничение параметров инфляции означает, что не все издержки девальвации Правительство планирует перенести на население, как это было ранее. Часть издержек должен взять на себя реальный и финансовый секторы экономики.

Однако, эта задача может оказаться непосильной для белорусской промышленности, которая вошла в стадию рецессии: падение объемов промышленного производства фиксируется на протяжении второй половины 2014 года и первого квартала 2015 года. Общий объем убытков, накопленных за год, на 01.01.2015 уже составил 17,2 трлн. рублей (порядка 1,8 млрд. долл. США в эквиваленте исходя из среднегодового курса доллара в 2014 году) [6]. Рост показывают только предприятия нефтехимии, что несколько сглаживает общую отрицательную динамику промышленного производства.

Затягивание поясов без структурных реформ. Как показывает опыт таких стран, как, например, Греция (2010 – 2015 г.г.) и Эстония (2009 – 2011 г.г.), так называемая «внутренняя девальвация», направленная на повышение внешней конкурентоспособности экономики посредством уменьшения удельных расходов на заработную плату в цене продукции, имеет тяжелые социально - экономические последствия. Для населения – это падение уровня реальной заработной платы, рост безработицы, для экономики в целом – падение ВВП. Такие жертвы оправданы только в том случае, если одновременно с повышением конкурентоспособности экономики создаются условия для последующего устойчивого экономического роста. Для Беларуси это означает необходимость устранения причин валютной нестабильности, органически присущих действующей экономической модели.

Программу макроэкономической стабилизации, проводимую Национальным банком и правительством, нельзя назвать антикризисной, так как она направлена не на устранение причин валютного кризиса, а лишь на ликвидацию его симптомов. В этом проявляется ее ограниченность и половинчатость. Она решает задачу, как не упасть экономике сильно, но не направлена на создание условий для последующего бескризисного экономического роста.

Выводы. Таким образом, периодически повторяющиеся в экономике Беларуси масштабные девальвации национальной валюты подходят под определение валютных кризисов. Их причины, внешние проявления и характер протекания согласуются с теорией валютной нестабильности П. Кругмана, которая была определена нами в качестве рабочей гипотезы в рамках настоящего исследования. Валютная нестабильность вызывается кризисом платежного баланса. Кризис платежного баланса возникает вследствие несоответствия между двумя направлениями финансовой политики – монетизацией бюджетного дефицита (устранением его за счет денежной эмиссии) и действием режима курсообразования с фиксированным курсом национальной валюты.

Для белорусской экономики характерно эмиссионное финансирование, которое (наряду с избыточным внешним кредитованием) выступает основным фактором, определяющим параметры валютной нестабильности. Политика эмиссионного финансирования используется правительством Беларуси в силу низкой эффективности экономики, сохранившей отраслевую и организационно-управленческую структуру, доставшуюся в наследство от советского единого народнохозяйственного комплекса. Отношения собственности и характер управления в белорусской экономике мало изменились с момента распада Советского Союза: государственная форма собственности является господствующей, а отношения административно-командного управления преобладают над рыночными отношениями.

Макроэкономическая стабильность в современной белорусской экономике достижима только при достаточно низком уровне прироста инвестиций. Прибыли, генерируемой белорусской экономикой, едва хватает для обеспечения простого воспроизводства, более высокие темпы роста достигаются за счет искусственного создания инвестиционного спроса, что и является основной причиной валютной нестабильности.

Эмиссионное финансирование дополняется в белорусской экономике политикой фиксированного обменного курса (или ее промежуточного аналога), с помощью которого создается иллюзия благополучия – ВВП и заработная плата искусственно (вне связи с производительностью труда и реальной эффективностью) завышаются, что ведет к постоянному и постепенному накоплению макроэкономических диспропорций, разбалансированности экономики. Дефицит счета текущих операций в периоды, предшествующие разовой масштабной девальвации, приобретает максимальное значение, которое после девальвации уменьшается до нормального равновесного уровня. Валютные кризисы исправляют платежные балансы. В результате девальвации номинальный обменный курс национальной валюты приводится в соответствие с реальным эффективным обменным курсом. При этом импорт становится относительно дороже и поэтому сокращается, экспорт – относительно дешевле и поэтому растет. Благоприятные условия для экспорта создаются за счет снижения удельных расходов на рабочую силу в структуре себестоимости, то есть снижения реальной заработной платы до равновесного уровня.

Список использованных источников

1. McKinnon, Ronald I. *Financial Control in the Transition from Classical Socialism to a Market Economy* / R. McKinnon // *Journal of Economic Perspectives*. 5 (4) (Fall 1991): P. 107–122.
2. Усоский, В.Н. *Теоретико-методологические основы проведения денежно-кредитной политики в экономике Беларуси* / В.Н. Усоский. – Пинск: ПолесГУ, 2011. – 112 с.
3. Krugman, P. A *Model of Balance-of-Payments Crisis* / P.A.Krugman // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1979 .Vol. 11, N 3. P. 311–325.
4. Flood, R. *Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Example* / R. Flood, P. Garber // *Journal of International Economics*. 1996. Vol. 41, N 3-4. P. 223 – 234
5. Frankel, J.A. *Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators* / J.A. Frankel, A.K.Rose // *NBER Working Paper*. – №5437. – Cambridge, Massachusetts, MIT Press. – 1996.
6. *Официальная национальная статистика Республики Беларусь: оперативные данные* / Национальный статистический комитет Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://belstat.gov.by>. – Дата доступа: 20.03.2015.
7. *Методика расчета банками показателей капитала, леведреджа и ликвидности», предусмотренных международными стандартами Базель III*. – утверждена Постановлением Правления Национального банка Республики Беларусь 24 сентября 2012 г. №493.
8. *Бюллетень банковской статистики*. – 2015. – №1 (187). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://nbrb.by/statistics/buletin/2015/bulletin2015_1.pdf. – Дата доступа: 20.03.2015.

References

1. McKinnon, Ronald I. *Finansovij Kontrol v perehode ot klassicheskogo socializma k rinochnoj ekonomike*. // *Jurnal Ekonomicheskich Perspektiv* [Journal of Economic Perspectives] 5 (4) (Fall 1991): P. 107–122.
2. Usosky, V.N. *Teoretiko-metodologicheskie osnovy provedeniya denejno-kreditnoj politiki v ekonomike Belarusi* [Theoretical and methodological framework for conducting monetary policy in the economy of Belarus]. Pinsk: PolesGU, 2011. 112 s.
3. Krugman, P.A. *Model krizisa platezhnogo balansa* [A Model of Balance-of-Payments Crisis]. // *Denejnij, Kreditnyj i Bankovskij Jurnal* [Journal of Money, Credit and Banking]. 1979. Vol.11, №3. P. 311 – 325.
4. Flood, R., Garber, P. *Razrushaschiesya rezhimy valutnogo kursa: Nekotore lineinie primeri* [Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Example]. // *Jurnal Mezhdunarodnoj ekonomiki* [Journal of International Economics]. 1996. 41, №3-4. P. 223-234.
5. Frankel, J.A., Rose, A.K. *Padenija kursov na razvivajuschihsiya rinkah: Empiricheskie indicatory* [Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators]. // *NBER Rabochij doklad* [NBER Working Paper]. №5437. Kembriidzh, Massachusetts, MIT Press. 1996.
6. *Oficialnaja nacionalnaja statistika Respubliki Belarus: operativnye dannye* / Nacionalnyj statisticheskij komitet Respubliki Belarus [Official national statistics of the Republic of Belarus: the operational data of / the National Statistical Committee of the Republic of Belarus : <http://belstat.gov.by>
7. *Metodika rascheta bankami pokazatelej kapitala, leveredzha i likvidnosti, predusmotrennyh mezhdunarodnymi standartami Bazel III* [The method of calculation of indicators of banks capital, leverage and liquidity under the international Basel III standards] – utverzhdena Postanovleniem Pravlenija Nacionalnogo banka Respubliki Belarus 24 sentyabrya 2012 g. №493.
8. *Bulleten bankovskoj statistiki* [Bulletin of banking statistics]. 2015. №1 (187). : http://nbrb.by/statistics/buletin/2009/bulletin2015_1.pdf. – Data dostupa: 20.03.2015.

ДАННЫЕ ОБ АВТОРЕ

Егоров Александр Вениаминович, к.э.н., доцент кафедры управления финансами, УО Государственный институт управления и социальных технологий БГУ,
ул. Обойная, 7, Минск, 220004, Беларусь,
e-mail: begalv@mail.ru

DATA ABOUT THE AUTHOR

Egorov Alexandre, Ph.D., Associated Professor of the Department of Finance management.
State Institute of Management and Social Technologies of the Belarusian State University,
Shpalernaja str., 7, Minsk, 220004, Belarus,
e-mail: beqalv@mail.ru

УДК 336.7

РИНОК ДОРОГОЦІННИХ МЕТАЛІВ ЯК СКЛАДОВА ВАЛЮТНОГО РИНКУ ДЕРЖАВИ: ФУНКЦІОНУВАННЯ ТА РОЗВИТОК В УКРАЇНІ

Кужельєв М.О.

Предмет роботи - комплекс методів формування та розвитку ринку дорогоцінних металів як сегмента валютного ринку України. Метою статті є обґрунтування теоретичних і методичних засад функціонування ринку дорогоцінних металів в Україні та розробка рекомендацій щодо розвитку цього сегменту ринку фінансових послуг у довгостроковому періоді.

Метод і методологія проведення роботи - використані загальнонаукові та спеціальні методи, зокрема порівняння, наукової абстракції, індукції та дедукції, аналізу та синтезу і тощо.

Результати роботи - досліджено основні тенденції динаміки золотовалютного резерву України за період з 1993 по 2015 рр., Проаналізовано динаміку цін на золото та обсяги монетарного золота центральних банків деяких держав, систематизовано підходи до розуміння сутності ринку дорогоцінних металів та запропоновано рекомендації щодо розвитку цього сегменту ринку фінансових послуг в довгостроковому періоді в Україні.

Галузь застосування результатів - запропоновані методи формування та розвитку ринку дорогоцінних металів як сегмента валютного ринку можуть бути використані для формування монетарної стратегії Національного банку України.

Висновки - ефективність діяльності Національного банку України на сучасному етапі розвитку валютного ринку в цілому і ринку дорогоцінних металів зокрема залишається досить низькою. Причиною такої ситуації є відсутність чітко сформульованих організаційних, методологічних і функціональних підходів до управління золотовалютними резервами держави.

Ключові слова: валютний ринок, ринок дорогоцінних металів, золото, золотовалютні резерви, центральні банки.

РИНОК ДРАГОЦЕННЫХ МЕТАЛЛОВ КАК СОСТАВНАЯ ЧАСТЬ ВАЛЮТНОГО РЫНКА ГОСУДАРСТВА: ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ И РАЗВИТИЕ

Кужельєв М.А.

Предмет работы – комплекс методов формирования и развития рынка драгоценных металлов как сегмента валютного рынка Украины.

Цель работы – обоснование теоретических и методических основ функционирования рынка драгоценных металлов в Украине и разработка рекомендаций по развитию этого сегмента рынка финансовых услуг в долгосрочном периоде.

Метод и методология проведения работы - использованы общенаучные и специальные методы, в частности сравнения, научной абстракции, индукции и дедукции, анализа и синтеза и т.п.

Результаты работы – исследованы основные тенденции динамики золотовалютного резерва Украины за период с 1993 по 2015 гг., проанализированы динамика цен на золото и объемы монетарного золота центральных банков некоторых государств, систематизированы подходы к пониманию сущности рынка драгоценных металлов и предложены рекомендации по развитию этого сегмента рынка финансовых услуг в долгосрочном периоде в Украине.

Область применения результатов – предложенные методы формирования и развития рынка драгоценных металлов как сегмента валютного рынка могут быть использованы для формирования монетарной стратегии Национального банка Украины.

Выводы - эффективность деятельности Национального банка Украины на современном этапе развития валютного рынка в целом и рынка драгоценных металлов в частности остается довольно низкой. Причиной сложившейся ситуации является отсутствие четко сформулированных организационных, методологических и функциональных подходов к управлению золотовалютными резервами государства.

Ключевые слова: валютный рынок, рынок драгоценных металлов, золото, золотовалютные резервы, центральные банки.

MARKET OF PRECIOUS METALS AS A PART EXCHANGE MARKET STATE: FUNCTIONING AND DEVELOPMENT IN UKRAINE

Kuzhelyev M.O.

The subject of the work - a set of methods for the formation and development of precious metals market as a segment of the foreign exchange market of Ukraine.

Purpose - to study theoretical and methodological fundamentals of the precious metals market in Ukraine and the development of recommendations for the development of this segment of the financial services market in the long run.

Method and methodology of work - used scientific and special methods, such as comparison of scientific abstraction, induction and deduction, analysis and synthesis, etc.

Results - study the main trends in gold and foreign exchange reserves of Ukraine for the period from 1993 to 2015., Analyzed the dynamics of the gold price and the volume of monetary gold central banks of some countries, a systematic approach to understanding the essence of the precious metals market and provide recommendations for the development of this segment of the financial services in the long run in Ukraine.

Application of results - the proposed methods of formation and development of precious metals market as a segment of the foreign exchange market can be used to form a monetary strategy of the National Bank of Ukraine.

Conclusions - the effectiveness of the National Bank of Ukraine at the present stage of development of the foreign exchange market in general and the precious metals market in particular remains fairly low. The reason for this situation is the lack of clearly defined organizational, methodological and functional approaches to the management of foreign exchange reserves of the state.

Key words: foreign exchange market, precious metals market, gold, foreign exchange reserves, central banks.

Актуальність теми. В умовах стрімкого обвалу курсу національної валюти України та безсистемних коливань курсів долара та євро єдиним надійним матеріальним носієм вартості залишається золото. Крім того, інвестування коштів у