

ТИГРАН САРКИСЯН

**РОЛЬ ОБМЕННОГО КУРСА
В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКЕ**

ЕРЕВАН

ИЗДАТЕЛЬСТВО ФЕНОМЕН

2010

УДК 338 (479.25)
ББК 65.9 (2Ар) 30-1
С - 202

Утверждено

Министерством науки и образования РА
в качестве учебного пособия для студентов
экономических вузов

Редакторы: **А.Мкртчян, В.Григорян, В.Арамян**

Рецензенты: **Ю.Суварян, Г.Саргсян, Н.Омес,
А.Степанян, А.Мкртчян, М.Тумасян**

Саркисян Тигран Суренович

С - 202 Роль обменного курса в денежно-кредитной политике.
Ер. Издательство “Феномен”, 2009 — 120 стр.

На основе современных экономических подходов и богатого трудового опыта автора в книге представлена роль обменного курса в денежно-кредитной политике малых открытых экономик. В учебном пособии, адресованном преимущественно студентам, рассмотрен также структурный сдвиг экономики Армении в контексте мирового развития.

ББК 65.9 (2Ар) 30-1

ISBN 978-99941-846-7-5

© Т. Саркисян, 2009г.

Approved

by RA Ministry of Education and Science
as a manual for the students of economics-teaching
higher educational institutions

TIGRAN S. SARGSYAN

**THE ROLE OF EXCHANGE RATE
IN MONETARY POLICY**

Based on modern approaches available in economic sciences and the author's long experience, the book treats of the role of exchange rate in small and open economies' monetary policy. While chiefly addressed to students, this manual also examines the structural shift of Armenia's economies in the context of global development.

YEREVAN 2010

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие.....	5
Глава 1. Обменный курс как экономическая категория.....	9
1.1. Теория паритета покупательной способности.....	9
1.2. Реальный обменный курс, внутренняя и внешняя конкурентоспособность.....	26
Глава 2. Реальный обменный курс как показатель, обеспечивающий внутреннюю и внешнюю сбалансированность.....	32
2.1. Сбалансированность в малой открытой экономике.....	32
2.2. Внутренняя и внешняя сбалансированность.....	35
2.3. Политика стабилизации.....	56
Глава 3. Обменный курс и денежно-кредитная политика.....	65
3.1. Поведение обменного курса в процессе обеспечения стабильности макроэкономического равновесия.....	65
3.2. Макроэкономическое регулирование. Выбор валютной и денежно-кредитной политики.....	73
3.3. Денежно-кредитная политика и поведение обменного курса в долгосрочном и краткосрочном разрезе.....	83
Глава 4. Валютная и денежно-кредитная политика в Армении.....	94
4.1. Основные принципы и историческое развитие валютной и денежно-кредитной политики в Армении.....	94
4.2. Структурный сдвиг экономики Армении. Армения в контексте мирового развития.....	101
4.3. Роль и основные задачи Центрального банка РА.....	108
Приложение: Взаимосвязь внутреннего и внешнего реального обменного курса.....	114
Перечень литературы.....	117

ПРЕДИСЛОВИЕ

Основополагающие принципы мировой макроэкономики постоянно совершенствуются и получают широкое применение в процессах выработки и реализации экономической политики. Причем в последнее время довольно большое внимание уделяется основополагающим принципам, касающимся малых открытых экономик, особенно изучению поведения номинальных и реальных обменных курсов, поскольку последние считаются основополагающими переменными в процессе формирования макроэкономической стабильности.

Кроме того, сопоставление экономических показателей развивающихся и развитых стран производится также посредством реального обменного курса. И поскольку развивающиеся страны отличаются имеющими место в экономике большими структурными сдвигами, а последние проявляются в поведении реального обменного курса, то нетрудно представить существенную роль реального обменного курса для стран с малой открытой и развивающейся экономикой.

В поле анализа академического мира постоянно находился и процесс макроэкономического регулирования в малых открытых экономиках, а также выбор соответствующих стратегий денежно-кредитной и валютной полити-

ки. Одновременно, на основе практических результатов осуществляемой в малых открытых экономиках денежно-кредитной политики, уточнялись грани сопоставления денежно-кредитной и валютной политики.

В общем и целом, учитывая как научные исследования, так и практические результаты сопоставления денежно-кредитной и валютной политики, многие государства перешли к реализации стратегии таргетирования инфляции, обязательным условием которой является режим свободно плавающего обменного курса.

Армения пятнадцать лет назад осуществила переход к экономике, основанной на рыночных принципах. Ныне экономика Армении характеризуется как *малая открытая экономика*, основанная на рыночных принципах и механизмах. В то же время, история развития экономики Армении свидетельствует о том, что в нашей экономике довольно быстро происходят структурные сдвиги, обусловленные присущими динамично развивающейся экономике специфическими тенденциями, что находит свое отражение в поведении обменного курса. В этом плане возникает необходимость в том, чтобы из обширного поля мировой экономической науки выделить и представить особенности роли обменного курса, а также акцентировать его взаимосвязь с денежно-кредитной политикой, и в настоящей работе предпринята попытка это показать.

Цель данной публикации — представить читателю по

возможности в доступной форме и с применением научных подходов роль обменного курса в денежно-кредитной политике малых открытых экономик, в заключение делая акцент на опыте Армении.

Работа построена следующим образом: в первой главе представлены понятия номинального и реального обменного курса, как экономических категорий, а также основополагающие теории, заложенные в основу их взаимосвязи с другими экономическими показателями. Во второй главе рассматривается роль реального обменного курса в малых открытых экономиках посредством одной из известных в экономике моделей (модели Солтер-Свона или Австралийской). В третьей главе представлены возможные варианты сопоставления денежно-кредитной и валютной политики в процессе макроэкономического регулирования, с рассмотрением позитивных и негативных сторон воздействия каждого из вариантов. Одновременно уточняются границы воздействия денежно-кредитной политики на обменный курс и инфляцию, возникающие в долгосрочном и краткосрочном периодах. В четвертой главе в виде теоретических положений представлены денежно-кредитная и валютная политики Центробанка РА и их развитие. Предпринята попытка обобщить накопленные Центробанком в течение последних 10 лет опыт и знания.

В заключение хотелось бы упомянуть и поблагодарить тех, кто внес значительный вклад в подготовку данного

труда: начальника аналитического управления Центробанка РА Ашота Мкртчяна, начальника отдела внешнего сектора денежно-кредитной политики ЦБ Ваагна Григоряна и заместителя министра финансов РА Вардана Арамяна, чьи профессиональные способности и опыт использованы при составлении различных разделов монографии. Одновременно хочу выразить глубокую признательность ректору Армянского государственного экономического университета, доктору экономических наук, профессору Юрию Суваряну, заведующему кафедрой экономики ЕГУ, доктору экономических наук, профессору Гайку Саргсяну, директору армянского офиса МВФ Нинке Омес и сотруднику этого офиса Ара Степаняну, экономисту армянского офиса Всемирного банка Агаси Мкртчяну, заместителю министра экономики Мушегу Тумасяну, высказавшим по поводу книги полезные советы и предложения.

Тигран САРКИСЯН

ГЛАВА 1.

ОБМЕННЫЙ КУРС КАК ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КАТЕГОРИЯ

1.1. Теория паритета покупательной способности

Основным компонентом экономической системы любой страны является ее национальная валюта. Учет всех экономических сделок каждая страна ведет в своей национальной валюте. Именно в ней выражены цены на товары, а, следовательно, и любой ценовой показатель — будь то выпуск продукции предприятием или баланс, либо же инфляция и внутренний валовой продукт страны.

Поскольку каждая страна имеет свою национальную валюту, при любой внешней сделке возникает необходимость обмена валюты данной страны на валюту другой страны. Именно это обменное соотношение и называется номинальный обменный курс. Следовательно, обменный курс, или принятый в литературе термин **номинальный обменный курс** — цена одной валюты, выраженная в другой валюте. И как любая цена, она определяется на валютном рынке на основе предложения и спроса на валюты.

В основе предложения и спроса на рынке валюты — сделки, заключаемые хозяйствующими субъектами данной

страны и иностранных государств. Такими сделками являются экспорт, импорт, получаемые из-за рубежа и выплачиваемые доходы и трансферты, прямые и портфельные инвестиции, предоставление кредитов и другие финансовые операции.

Осуществление международных сделок обусловлено различием цен в разных странах, вследствие чего товары или производственные ресурсы перемещаются из одной страны в другую. Причем классические теории международной торговли обосновывают, что вследствие международной торговли и подвижности ресурсов межгосударственные цены на все товары и ресурсы в долгосрочном разрезе должны уравниваться. В экономике это известно как **закон единой цены**. Однако в разных странах цены на товары и ресурсы выражаются в разных валютах, а закон единой цены требует, чтобы они были одинаковы при выражении в одной и той же валюте. Таким образом, закон единой цены констатирует, что если в одной стране цены на товары ниже, чем на аналогичные товары в другой, то номинальный обменный курс должен двигаться (обесцениваться) так, чтобы установилось равенство цен, выраженных в одной и той же валюте.

Предположим, за границей данный товар стоит P^* . На внутреннем рынке стоимость этого товара можно получить, просто умножив стоимость зарубежного товара на номинальный обменный курс E :

$$P = P^* \times E \quad (1.1)$$

Согласно этому закону, внутренняя цена P должна быть равна зарубежной цене, выраженной во внутренней валюте.

Таким образом, если, например, один грамм золота в США стоит \$25, а обменный курс армянского драма по отношению к \$1 — 300 драмов, то цена одного грамма золота в Армении, естественно, должна равняться 7500 драмам.

$$\begin{aligned} 7500 \text{ драмов} &= 25 \text{ долларов США} \times \\ 300 \text{ драмов/долларов США} \end{aligned}$$

Смысл этого закона заключается в том, что если торговля золотом между Арменией и США либерализована, то в Армении стоимость золота также должна равняться 7500 драмам (25 x 300).

Если цена золота в Армении будет равна 9000 драмам, то хозяйствующие субъекты будут закупать золото в США и импортировать в Армению столько времени, пока цена золота в Армении не снизится. В то же время, если обменный курс плавающий, то для импорта из США возрастет спрос на доллары США, и драм начнет обесцениваться по отношению к доллару США. Вследствие двух этих факторов цены вновь сравниваются (если обменный курс будет фиксированный, то снизятся только внутренние цены, достигнув 7500 драмов). Если же золото в Армении будет стоить 6000 драмов, то произойдет обратный процесс: золото будет экспортироваться из Армении, увеличивая спрос и цену.

Концепция **паритета покупательной способности** стремится распространить действие закона единой цены с одного товара на товарную корзину, формирующую средний уровень цен в стране. Причем идея паритета покупательной способности возникла не сейчас. В своих трудах ее касались

представители Саламанкской школы в Испании (XVI век) и англичанин Жерар де Малинс (XVII век)¹. Однако широкое распространение она нашла в 20-е годы XX века, когда шведский экономист Густав Кассел сформулировал теорию паритета покупательной способности и широко пропагандировал ее применение².

Согласно теории паритета покупательной способности, если закон единой цены применим ко всем товарам, то он будет действовать и в отношении всей товарной корзины. В этом случае цены P и P^* являются взвешенными ценовыми индексами товарных корзин. Равенство 1.1 является простейшей формулой паритета покупательной способности.

По мнению сторонников теории паритета покупательной способности, даже в том случае, когда закон единой цены не действует в отношении каждого товара, цены и обменный курс не могут существенно отличаться от уровня, рассчитанного по формуле. Когда в одной стране цены на товары и услуги временно повышаются, спрос на товары и валюту этой страны временно снижается, цены и обменный курс корректируются в соответствии с теорией паритета покупательной способности, и наоборот. Таким образом, согласно паритету покупательной способности, даже если закон единой цены не действует в данный момент, заложенные в его основу экономические силы приводят к уравниванию покупа-

¹ Об истории паритета покупательной способности см. Rudiger Dornbusch, "Purchasing Power Parity", in *The New Palgrave: A Dictionary of Economics* (New York: Stockton Press, 1988):

² Gustav Cassel, "The Present Situation of Foreign Exchanges", *Economic Journal*, march 1916, P. 62-65 and "Abnormal Deviations from International Exchanges", *Economic Journal*, December 1918, P. 413-415.1

тельной способности валют всех стран (хотя бы в долгосрочном разрезе).

Теория паритета покупательной способности предполагает, что естественных или искусственных препятствий в торговле между странами не существует. То есть, транспортных и страховых расходов, а также таможенных пошлин и ограничений не существует. В реальном мире для их частичного учета введена идея **относительного паритета покупательной способности**, в отличие от абсолютного паритета покупательной способности. Согласно относительному паритету покупательной способности, изменение цен в стране должно быть равно произведению темпов изменения цен за рубежом и девальвации (ревальвации) обменного курса страны:

$$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{E_t \times P^*_t - E_{t-1} \times P^*_{t-1}}{E_{t-1} \times P_{t-1}} \quad (1.2)$$

Причем заметим, что изменение EP^* примерно равно сумме изменений E и P^* :

$$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{E_t - E_{t-1}}{E_{t-1}} + \frac{P^*_t - P^*_{t-1}}{P^*_{t-1}} \quad (1.3)$$

Иначе говоря, уравнение 1.3 констатирует, что в условиях относительного паритета покупательной способности уровень инфляции в стране должен соответствовать сумме уровня инфляции за рубежом и темпа изменения обменного курса национальной валюты. Следовательно, относительный паритет

тет покупательной способности, в отличие от абсолютного паритета покупательной способности, акцентирует не **уровни** цен, а их **изменения**.

Относительный паритет покупательной способности также очень важен, поскольку может иметь место, когда не соблюдается абсолютный паритет покупательной способности. Такие факторы, как транспортные, страховые расходы, таможенные пошлины могут в течение времени оставаться более или менее стабильными, следовательно, внутреннее изменение цен может быть сокращено посредством темпа изменения внешних цен и обменного курса национальной валюты. Однако в отличие от абсолютного паритета покупательной способности, относительный паритет покупательной способности может быть определен только для того определенного промежутка времени, для которого осуществляются расчеты изменения цен и обменного курса.

Применение паритета покупательной способности (ППС) на практике показывает, что он плохо объясняет реальность. В частности, согласно этой теории, на изменение национальных цен оказывает незначительное воздействие темп изменения мировых цен и обменного курса национальной валюты. Однако паритет покупательной способности является краеугольным камнем моделей обменного курса. Иначе говоря, если бы в реальной жизни паритет покупательной способности постоянно сохранялся, то макроэкономисты очень легко оценивали бы поведение обменного курса: например, если в условиях режима плавающего обменного курса внутренняя инфляция будет выше, чем внешняя, значит, для сохранения ППС обменный курс должен обесцениться соразмерно разнице нынешних цен. Однако в реаль-

ной жизни ППС постоянно не сохраняется, бывают отклонения от него, и для объяснения изменений обменного курса и цен бывает необходимо построить реалистичные модели, где их поведение объясняется иными факторами: экономическими фундаменталиями.

Для проверки теории абсолютного паритета покупательной способности экономисты сравнивают мировые цены широкой корзины товаров, обращая большое внимание на качественные различия аналогичных товаров в различных странах. Это сравнение в основном приводит к отрицанию абсолютного паритета покупательной способности: при приведения к одной и той же валюте цены аналогичных товарных корзин существенно отличаются. По данным корзин, дифференцированных по товарам, не подтверждается даже закон единой цены³. Продукция перерабатывающей промышленности, которая существенно не отличается от продукции других стран, начиная с 1970-х годов на разных рынках продается по разным ценам. Поскольку теория абсолютного паритета покупательной способности построена на предполагаемом функционировании закона единой цены, то неудивительно, что эти данные также опровергают ее.

Относительный паритет покупательной способности иногда точнее отражает действительность, однако это также часто

³ Peter Isard, "How Far Can We Push the Law of One Price?", *American Economic Review* 69, December 1977, pp. 942-948; Irving B. Kravis and Robert E. Lipsey, "Price Behavior in the Light of Balance of Payments Theories", *Journal of International Economics* 8, May 1978, pp. 193-246; Kenneth A. Froot and Kenneth Rogoff, "Perspectives on PPP and Long-Run Real Exchange Rates", in Gene M. Grossman and Kenneth Rogoff, eds. *Handbook of International Economics*, Vol. 3, Amsterdam, North-Holland Publishing Company, 1995.

нарушается. Он особенно хорошо объяснял обменный курс и цены в 1960-е годы, однако с начала 1970-х годов относительный паритет покупательной способности тоже начал в основном не соблюдаться⁴. Это произошло после развала Бреттонвудской системы, когда большинство стран перешло от режимов фиксированного обменного курса к режимам плавающего курса.

В любом случае, цены между разными странами существенно рознятся, следовательно, надо понять факторы, лежащие в основе этого явления. Ниже приведем несколько возможных причин:

1. Могут быть установлены такие транспортные и торговые ограничения, что между государствами вообще не будет иметь места торговля определенными товарами и услугами.
2. Монопольное или олигопольное поведение может привести к ценовым отклонениям на внутреннем и внешнем рынке.
3. Вследствие разницы в качестве и весе товаров в реальных потребительских корзинах расчеты уровня цен и инфляции в разных странах становятся несопоставимыми.

⁴ Hans Genberg, "Purchasing Power Parity under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Journal of International Economics* 8, May 1978, pp. 247-276; Jacob A. Frenkel, "The Collapse of Purchasing Power Parities During 1970s", *European Economic Review* 16, 1981, pp. 145-165; Robert E. Cumby and Maurice Obstfeld, "International Interest Rate and Price Level Linkages Under Flexible Exchange Rates: A Review of Recent Evidence", in John F. O. Bilson and Richard Marston, eds., *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, University of Chicago Press, 1984, pp. 121-151.

Примеры применения паритета покупательной способности

Примером применения теории абсолютного паритета покупательной способности является индекс гамбургеров Big Mac, производимых пунктами быстрого питания McDonald's, периодически публикуемый в журнале The Economist. Фиксируя цены почти аналогичного товара в разных странах, журнал The Economist сравнивает отличие цен от цены продаваемого в США Big Mac-а, соотнося которую с фактическим курсом доллара США по отношению к национальной валюте данной страны, делает заключение о переоценке или недооценке данной валюты¹.

Одним из примеров расчета абсолютного паритета покупательной способности посредством товарной корзины является Программа международного сравнения (International Comparison Program, ICP), осуществляемая ООН и Всемирным банком. В рамках этой программы изучаются цены более чем 1000 товаров и услуг в 146 странах, что дает представление об уровне цен и соотношении обменных курсов².

¹ Последний анализ см. на Интернет-сайте <http://www.economist.com/markets/bigmac/>

² Последний анализ см. "2005 International Comparison Program".

Торговые ограничения и неэкспортируемые товары.

Транспортные расходы и государственные торговые ограничения удорожают движение товаров между рынками государств, тем самым ослабляя действие закона единой цены. Предположим, для транспортировки 1 грамма золота из США в Армению требуется 500 драмов. Если золото в Армении будет стоить даже 7700 драмов, то никто его в Армению импортировать не станет, поскольку при приобретении золота в США за \$25 и его транспортировке в Армению оно будет стоить 8000 драмов. То же и в противоположном случае: если в Армении золото будет стоить, предположим, 7300 драмов, то оно не будет экспортироваться в США, поскольку там оно стоит \$25, а при экспорте будет стоить уже \$26 ($=7300/300+500/300$).

Фактически, чем выше транспортные расходы, тем больше пространство, в котором может свободно колебаться обменный курс при фиксированной цене данных товаров. Государственные ограничения внешней торговли, к каковым, например, относятся таможенные пошлины, оказывают такое же воздействие, поскольку сумма, уплачиваемая за право ввезти товар (как и транспортные расходы), снижает доход импортера. Такие расходы, затрудняющие международную торговлю, расшатывают паритет покупательной способности, поскольку меняют покупательную способность одной и той же валюты в разных странах.

Транспортные расходы по некоторым товарам и услугам, по сравнению с производственными затратами, порой способны достичь таких размеров, что этот товар и услугу становится невозможным с выгодой продать на международных рынках. Такие товары и услуги называются **неэкспор-**

тируемыми. К таковым относятся услуги парикмахера. Если армянин хочет, чтобы его постриг европейский парикмахер, он должен выехать в Европу либо обеспечить приезд европейского парикмахера в Армению. В обоих случаях транспортные расходы по сравнению с ценой услуги столь велики, что услугами европейского парикмахера пользуются только европейцы (за исключением туристов), а армянин пользуется услугами только армянских парикмахеров.

Существование во всех странах подобных товаров и услуг, не участвующих в международной торговле, приводит даже к нарушению относительного паритета покупательной способности. Поскольку цены на эти товары и услуги определяются исключительно на основе внутреннего предложения и внутреннего спроса, то вследствие смещения этих кривых цены внутренней потребительской корзины могут меняться по сравнению с ценами внешней корзины. При прочих равных условиях, рост цен на неэкспортируемые товары и услуги в конкретной стране приведет к росту уровня цен в этой стране по сравнению с ценами в других странах (выраженными в одной и той же валюте).

Уровень цен в любой стране включает в себя множество подобных товаров и услуг, к которым относятся, например, услуги врача, строителя или педагога. В общем и целом в международную торговлю вовлекается продукция рудносырьевой, перерабатывающей промышленности и сельского хозяйства, которая считается **экспортируемой**. А в неэкспортируемый сектор включаются строительство и услуги. Однако, конечно же, есть исключения. К примеру, финансовые услуги или услуги компьютерного программирования могут свободно продаваться на международных рынках. Кроме то-

го, часть промышленных или сельскохозяйственных товаров, ввиду транспортных или политических проблем, может стать неэкспортируемой.

Воздействие цен неэкспортируемых товаров не ограничивается, однако, одними лишь объемами их производства. В цене любого товара, в том числе и вовлеченного в международную торговлю, обязательно присутствуют определенные неэкспортируемые расходы, как, например, складские, арендные, маркетинговые и другие расходы. Существование неэкспортируемых товаров в значительной степени объясняет отклонения теорий абсолютного и относительного паритета покупательной способности во многих странах.

Отсутствие свободной конкуренции

Если рынок какого-либо товара работает в несовершенных конкурентных условиях, это также может привести к разнице уровней цен в разных странах. Об этом свидетельствует тот факт, что одна и та же организация продает свой товар на разных рынках по разным ценам. Так, в начале 1990-х годов автомобили марки «Nissan», производимые в городе Сандерленд на северо-востоке Англии, в Англии продавались за 16.215 фунтов стерлингов, а в Японии, несмотря на транспортные расходы по перевозке автомобилей из Англии в Японию, продавались всего по 13.375 фунтов стерлингов⁵.

Такой ценовой дискриминации не было бы, если бы для потребителей не было столь сложно приобрести машины в

⁵ Why Buyers in Tokyo Spend \$5500 Less for UK-Built Nissan", Financial Times, 5-Oct-1992, p. 16.

Японии и перевезти в Англию. Точно так же, если бы потребитель считал совершенной заменой продукции «Nissan» машины другой марки, скажем, «Volkswagen» или «Fiat», то конкуренция не дала бы возможности для того, чтобы стоимость японского автомобиля в Англии существенно превысила производственные затраты. Однако товарная дифференциация и фрагментация рынков приводит к существенным отклонениям закона единой цены и абсолютного паритета покупательной способности.

Международные различия расчета цен

Официальные методы оценки уровня цен во многих странах имеют определенные особенности. Одной из причин этого является то, что живущие в разных странах люди по-разному тратят свои доходы. Например, трудно сравнить потребительские корзины американца, индуса, японца и армянина, имеющих средний доход. Оценка уровня цен, исходя из различия их потребительских корзин, окажется в этих странах разной.

Следовательно, колебания относительных цен товаров, составляющих потребительскую корзину, могут привести к отклонениям от прогнозов относительного паритета покупательной способности даже при свободной торговле и отсутствии транспортных расходов, поскольку эти товары имеют в разных странах разный удельный вес.

Паритет покупательной способности в краткосрочном и долгосрочном периодах

Рассмотренные нами факторы могут привести к отклонению фактических экономических показателей от паритета

покупательной способности даже в долгосрочном периоде, после уточнения цен всех товаров. Однако цены на многие товары проявляют в экономике жесткость, и для полного уточнения⁶ требуется значительное время. Следовательно, в краткосрочном периоде отклонения от паритета покупательной способности могут быть даже более ощутимыми, чем в долгосрочном периоде.

Например, резкая девальвация армянского драма по отношению к другим валютам приведет к тому, что произведенные в Армении продукты питания станут относительно дешевле по сравнению с продукцией других стран. Поскольку все потребители направят свой спрос на покупку армянских продуктов питания, цена последних возрастет, чтобы компенсировать нарушение закона единой цены, возникшее вследствие девальвации драма. Однако для завершения этого процесса потребуется довольно длительное время, в течение которого рынок приспособится к новому обменному курсу.

Мы можем предполагать, что жесткость цен и гибкость номинального обменного курса объясняют краткосрочные отклонения от теории относительного паритета покупательной способности. Причем они становятся более очевидными, когда обменные курсы существенно колеблются. Эмпирические исследования подтверждают эту версию. В результате подробного анализа многих стран Майкл Мусса осуществил сравнение краткосрочных отклонений от паритета покупательной способности в условиях фиксированного и плаваю-

⁶ Проблемы, касающиеся жесткости, подробно будут рассмотрены в дальнейшем изложении.

щего обменного курса. В итоге он выявил, что плавающие курсы периодически приводят к отклонениям еще больших размеров от относительного паритета покупательной способности⁷.

Исходя из осуществленного в последний период анализа можно предположить, что краткосрочные отклонения от относительного паритета покупательной способности, например такие, как колебания обменных курсов, с течением времени нейтрализуются⁸. Однако есть определенные долгосрочные тенденции, накапливающееся воздействие которых во многих странах приводит к прогнозируемому нарушению паритета покупательной способности. Ниже посредством отдельного анализа рассматривается один из основных механизмов, обуславливающих подобную тенденцию.

⁷ Mussa M. "Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates; Evidence and Implications" in Karl Brunner and Allan H. Meltzer, eds. "Real Business Cycles, Real Exchange Rates and Actual Policies", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 25, Amsterdam, The Netherlands, 1986, pp. 17-214

⁸ См. например, Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose "A Panel Project on Purchasing Power Parity: Mean Reversion Within and Between Countries", Journal of International Economics 40, Feb-96, pp. 209-224: Статистическая точность этих результатов ставится под сомнение в другой статье Paul O'Connell "The Overvaluation of Purchasing Power Parity", Journal of International Economics 44, Feb-98, pp. 1-19:

Почему уровень цен в бедных странах ниже?

В результате изучения уровней цен в различных странах выявилась достаточно интересная закономерность: приведенные к единой валюте уровни цен прямо пропорциональны реальному доходу на душу населения. Иначе говоря, доллар США, обмениваясь на валютных рынках на валюты других стран, в бедных странах обычно обладает большей покупательной способностью, чем в богатых.

Анализ показывает, что в бедных и богатых странах могут формироваться различные уровни цен, обусловленные различием цен неэкспортируемых товаров. Имеющиеся данные свидетельствуют, что неэкспортируемые товары в более богатых странах стоят дороже (по сравнению с экспортируемыми товарами).

Свои теории относительно более низких цен на неэкспортируемые товары в бедных странах выдвинули Бела Баласа и Пол Самуэльсон. Теория Баласа-Самуэльсона предполагает, что в бедных странах, по сравнению с богатыми, рабочая сила менее производительна в тех сферах, продукция которых участвует в международной торговле, тогда как в сфере производства неэкспортируемых товаров различие в производительности обычно не является ощутимым. Однако, поскольку в результате международной торговли цены на товары в разных странах уравниваются, то более низкая производительность труда в бедных странах предполагает более низкие зарплаты и, следовательно, более низкие производственные затраты и в экспортируемых, и в неэкспортируемых сферах (поскольку рабочая сила внутри страны имеет достаточно высокую текучесть между отраслями). В результате в бедных странах формируются бо-

лее низкие цены на неэкспортируемые товары, а в богатых странах с более высокой производительностью — более высокие зарплаты и более высокие уровни цен. Статистические данные производительности труда обеспечивают эмпирическое доказательство теории Баласа-Самуэльсона. Причем достаточно реалистично, что международные различия производительности отражаются именно в экспортируемом секторе. Поскольку независимо от того, богата страна или бедна, парикмахер, например, может обслужить в день, предположим, максимум 10 человек, тогда как различия в производстве автомашин могут быть весьма ощутимыми.

См. Balassa B. "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", Journal of Political Economy 72, Dec-64, стр. 584-596 и Samuelson P. "Theoretical Notes on Trade Problems", Review of Economics and Statistics 46, May-64, стр. 145-154. Некоторые обоснования, использованные в теории Баласа-Самуэльсона, были сформулированы еще в трудах Риккардо. См. Jacob Viner "Studies in the Theory of International Trade", New-York, Harper & Brothers, 1937, стр. 315

Таким образом, если экономика делится на два сектора — экспортируемый и неэкспортируемый, мы можем обобщить вышеприведенный анализ следующим образом:

1. Цены на экспортируемые товары, приведенные к единой валюте, должны уравниваться, и мы называем это законом единой цены.
2. В неэкспортируемом секторе равенство цен не действует, поскольку эти товары, ввиду высоких транспортных затрат, не могут перемещаться из одной страны в другую. Их цена определяется лишь на основе внутреннего спроса и внутреннего предложения.

3. Причиной различия цен неэкспортируемых товаров в основном является различие доходов, приходящихся в разных странах на душу населения, которое возникает вследствие различной производительности в экспортируемом секторе.
4. На практике часто наблюдаются также многочисленные случаи отклонения от закона единой цены, которые обусловлены транспортными расходами, торговыми ограничениями, отсутствием полноценной конкуренции и жесткостью цен.

1.2. Реальный обменный курс, внутренняя и внешняя конкурентоспособность

Хотя теория паритета покупательной способности и имеет множество исключений, и зачастую фактические показатели становятся причиной ее нарушения, тем не менее, она является краеугольным камнем теории обменного курса, и все остальные теории возникают в результате расширения теории паритета покупательной способности.

В качестве первого шага расширения теории паритета покупательной способности, определим понятие **«реального обменного курса» (ERER)**:

$$ERER = e \times \frac{P^*}{P} \quad (1.4)$$

Реальный обменный курс — это соотношение цен в двух странах, приведенное к общей валюте, поскольку номинальный обменный курс (e) выражен национальной валютой,

выплачиваемой за единицу иностранной валюты. Иными словами, это внешняя покупательная способность валюты данной страны, показывающая, сколько товаров и услуг способна купить данная валюта на внешнем рынке по сравнению с внутренним рынком.

По существу, теория паритета покупательной способности ограничивает реальный обменный курс, причем при абсолютном паритете он устойчив и равен единице (цены, приведенные к одной и той же валюте, равны):

$$ERER = 1 \quad (1.5)$$

При относительном паритете изменение реального обменного курса равно нулю (изменение цен, приведенных к одной и той же валюте (реальный обменный курс) - постоянная величина):

$$\Delta ERER = 0 \quad (1.6)$$

В экономической литературе реальный обменный курс считается показателем, характеризующим внешнюю конкурентоспособность страны. Однако, поскольку в результате анализа мы выяснили, что в каждой стране есть товары, не конкурирующие с товарами, произведенными во внешнем мире, то нужно понимать, что говоря о внешней конкурентоспособности, мы имеем в виду конкурентоспособность не всей страны, а только экспортируемого сектора. Причем реальный обменный курс показывает, какие ценовые стимулы действуют между странами для передвижения ресурсов.

Так, снижение реального обменного курса, называемое ревальвацией, будет иметь место при росте внутренних цен

(P) или снижении внешних цен (P^*), либо же ревальвации (снижении) номинального обменного курса (e). Ревальвация реального обменного курса приводит к подорожанию продукции внутреннего экспортируемого сектора по сравнению с экспортируемым сектором внешнего мира, вследствие чего ресурсы (в основном капитал) перемещаются в другие страны, поскольку там возрастает рентабельность по сравнению с внутренним производством. Обратный процесс происходит в случае девальвации.

В качестве ценовых индексов могут использоваться как дефлятор ВВП, так и индексы цен промышленников, индекс потребительских цен, стоимость единицы экспорта, а также расходные индексы, например, стоимость единицы рабочей силы. Однако, исходя из критериев доступности, охвата, достоверности и периодичности, преимущество обычно дается индексу потребительских цен⁹.

Помимо внешней конкурентоспособности, существует и понятие внутренней конкурентоспособности. Экспортируемый сектор, помимо конкуренции с экспортируемым сектором внешнего мира, в определенной мере конкурирует также за ресурсы с неэкспортируемым сектором внутренней экономики. Они оба привлекают рабочую силу и капитал, а поскольку ресурсы внутри страны не имеют ограничений по передвижению, то перемещаются в ту сферу, которая предлагает лучшие условия. Внутренняя конкурентоспособность экспортируемого сектора измеряется посредством реального внутреннего обменного курса (IRER), в отличие от внешнего реаль-

⁹ Marsh I., Tockarick S. P., "Competitiveness Indicators: A Theoretical and Empirical Assessment" IMF Working Paper WP/94/29, IMF 1994.

ного обменного курса, который рассчитывается как соотношение цен экспортируемых и неэкспортируемых товаров.

Как и в случае с внешним реальным обменным курсом, снижение внутреннего реального обменного курса называется ревальвацией, вследствие которой экспортируемый сектор утрачивает свою конкурентоспособность по сравнению с неэкспортируемым. Это происходит потому, что в условиях одинаковых цен на ресурсы снижение относительных цен экспортируемых товаров означает рост относительной рентабельности неэкспортируемого сектора, вследствие чего ресурсы из экспортируемого сектора перемещаются в неэкспортируемый сектор.

Если для экспортируемых товаров действует закон единой цены, то внутренний и внешний реальные обменные курсы становятся тесно взаимосвязанными и подвергаются воздействию одних и тех же факторов¹⁰. В подобной ситуации целесообразно рассмотреть реальный обменный курс и взаимосвязанную с ним систему показателей в рамках одной модели. В качестве более простой, но охватывающей всю экономику модели представим модель внутренней и внешней сбалансированности Солтера-Свона, в которой в качестве балансирующей экономику переменной выступает внутренний реальный обменный курс (изменение которого, как отмечалось, в условиях действия закона единой цены равноценно изменению внешнего реального обменного курса):

$$\text{IRER} = \frac{P_T}{P_{NT}} \quad (1.7)$$

¹⁰ Подробности см. в приложении.

Вопросы для самопроверки

1. Что такое закон единой цены?
2. Что такое паритет покупательной способности и какие существуют подходы к паритету покупательной способности?
3. Что такое относительный паритет покупательной способности?
4. Что такое абсолютный паритет покупательной способности и в чем разница между двумя подходами (абсолютным и относительным)?
5. Как применяется паритет покупательной способности на практике?
6. Представьте проблемы, существующие при практическом применении теорий паритета покупательной способности.
7. Что может стать причиной нарушения паритета покупательной способности?
8. В чем разница между экспортируемыми и неэкспортируемыми товарами и что может послужить причиной превращения экспортируемого товара в неэкспортируемый?
9. Как может торговое ограничение влиять на действие закона единой цены?
10. Какую роль играет свободная конкуренция в деле соблюдения закона единой цены?
11. Могут ли методы расчета цен различных стран стать причиной несоблюдения относительного паритета покупательной способности? Почему?

12. Как влияет изменение производительности на уровень цен в стране?
13. Почему в бедных странах уровень цен может быть ниже? Объясните.
14. Может ли быть так, чтобы паритет покупательной способности в краткосрочном периоде отклонился, а в долгосрочном периоде сохранился?
15. Что такое реальный обменный курс?
16. Что такое внутренняя и внешняя конкурентоспособность и посредством какой макроэкономической переменной можно ее измерить?
17. Какая связь существует между внутренним и внешним реальными обменными курсами?
18. Как влияет ревальвация реального обменного курса на конкурентоспособность? Объясните.

ГЛАВА 2.

РЕАЛЬНЫЙ ОБМЕННЫЙ КУРС КАК ПОКАЗАТЕЛЬ, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИЙ ВНУТРЕНнюю И ВНЕШнюю СБАЛАНСИРОВАННОСТЬ

2.1. Сбалансированность в малой открытой экономике

Для того, чтобы понять макроэкономические несбалансированности в экономиках развивающихся стран и их коррекцию, прежде всего должны быть учтены два основных понятия.

Первое — развивающиеся страны обычно считаются *открытыми экономиками*, что означает удовлетворительность торговых (товаров и услуг) и финансовых потоков для воздействия на внутреннюю экономику, в частности, на цены, на предложение и спрос на товары и услуги, а также на количество денег. В экономической литературе распространена еще одна формулировка: в открытых экономиках нет строгих ограничений торговых и финансовых потоков. То есть, товары, услуги и капитал относительно свободно перемещаются как внутрь данной страны, так и из нее¹¹.

¹¹ В настоящее время почти все развивающиеся страны считаются открытыми экономиками, за исключением Кубы и Мьянмы, где передвижение капитала, товаров и услуг за пределы страны и обратно крайне ограничено.

Второе — развивающиеся страны обычно считаются также **малыми экономиками** в том смысле, что их экспортное предложение и потребность в импорте не могут влиять на мировые цены на данные товары. Экономисты называют эти страны **берущими цену** (price takers).

Эти два качества считаются основополагающими для той модели, которую обсудим ниже для того, чтобы представить внутреннюю и внешнюю сбалансированность малых открытых экономик. В мировой экономической науке эта модель известна под названием **Австралийской модели**¹². Согласно этой модели, импортируемые и экспортируемые товары и услуги считаются **экспортируемыми товарами**. Все остальные товары и услуги, не входящие в вышеуказанную группу, считаются **неэкспортируемыми товарами**.

Экспортируемыми считаются те товары, цены на которые внутри страны определяются взаимным воздействием предложения и спроса на мировом рынке¹³.

Поскольку в данной модели страна малая и открытая,

¹² Модель названа так в честь австралийских экономистов Солтера, Свона и Кордна. Эта модель встречается также под названием модели Солтера-Суона. Подробности см. W.E.G. Salter "Internal Balance and External Balance: The Role of Price and Expenditure Effect"; Trevor W. Swan "Economic Control in a Dependent Economy"; W. Max Corden "Inflation, Exchange Rates and the World Economy":

¹³ Экспортируемых и неэкспортируемых товаров мы также коснулись в предыдущей главе, где установили, что экспортируемыми считаются те товары, которые вовлечены в международную торговлю. Здесь дано другое определение, необходимое в процессе построения модели, широко используемое в теории экономической науки и не противоречащее данному в предыдущей главе определению — в случае малой открытой экономики.

следовательно, явления, проявляющиеся во внутренней экономике, не могут влиять на спрос-предложение, а, следовательно, и цены мирового рынка. Иначе говоря, цены на экспортируемые товары и услуги в случае малой открытой экономики считаются заданными (инородными, экзогенными - exogenous) и определяются по следующей формуле закона единой цены:

$$P_t = eP^*_t \quad (2.1)$$

где

P_t — цены экспортируемых товаров, выраженные во внутренней валюте (например, драмовые цены импортируемых и экспортируемых товаров в Армении);
 e — номинальный обменный курс, стоимость единицы иностранной валюты в национальной валюте;
 P_t^* — цены экспортируемых товаров на мировых рынках, выраженные в иностранной валюте.

В этом случае, при изменении предложения и спроса на экспортируемые товары в малой открытой экономике и изменении цен на экспортируемые товары во внутренней экономике P_t , это не окажет воздействия на мировые цены P_t^* . Возникшая разница будет иметь воздействие на обменный курс e , который сдвинется таким образом, чтобы уравнение 1 сохранилось. С другой стороны, если изменятся мировые цены или обменный курс, то их колебания непосредственно повлияют на внутренние цены экспортируемых товаров¹⁴.

¹⁴ Здесь рассматривается тот случай, когда во внутренней экономике нет ценовых жесткостей (рынок конкурентный), и внутренние цены (гибкие и сразу уточняющиеся) быстро реагируют на изменения

Неэкспортируемыми товарами являются, например, общественный транспорт, капитальное строительство, жилищные услуги и т. д., которые не могут с легкостью быть куплены и проданы за пределы страны. Цены неэкспортируемых товаров P_n определяются на основе взаимодействия предложения и спроса на внутреннем рынке малой открытой экономики. Поэтому в модели P_n является эндогенным (endogenous) и определяется внутри модели.

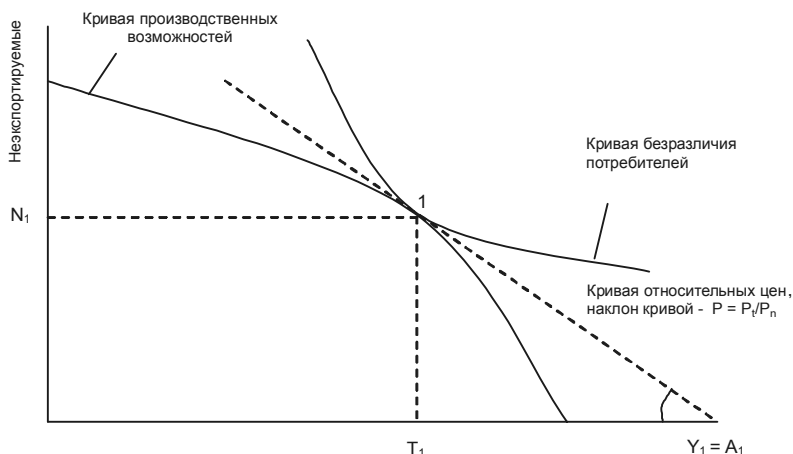
2.2. Внутренняя и внешняя сбалансированность

На рис. 2.1 рисунке представлен процесс формирования сбалансированности по Австралийской модели.

Вертикальная ось N представляет объемы неэкспортируемых товаров, горизонтальная ось T — объемы экспортируемых товаров. **Кривая производственных возможностей** показывает возможное совмещение производства товаров обоих видов (экспортируемых и неэкспортируемых), то есть в любой точке кривой экономика, полностью используя все свои производственные ресурсы, может производить определенный ассортимент экспортируемых и неэкспортируемых товаров.

мировых цен или обменных курсов. В последующих главах мы рассмотрим несовершенства рынка и предположения жестких цен, при наличии которых в условиях изменения мировых цен или обменного курса внутренние цены экспортируемых товаров не корректируются в той же мере и вышеуказанное равенство (закон единой цены) в краткосрочном разрезе не сохраняется.

Рис. 2.1



Сбалансированность внутреннего рынка представляет точка 1, где кривые производственных возможностей (предложения) и предпочтений потребителей (спроса) соприкасаются. В этой точке производятся экспортируемые товары в количестве T_1 и в таком же количестве реализуются. В этой точке объемы производства и реализации неэкспортируемых товаров также равны и составляют N_1 . То есть, точка 1 представляет сбалансированность рынков и экспортируемых, и неэкспортируемых товаров. В этой точке утверждена также **внутренняя сбалансированность**, поскольку неэкспортируемые товары производятся в том количестве, каков спрос, равно как и **внешняя сбалансированность**, поскольку экспортируемые товары производятся и импортируются в количестве, равном спросу.

Изображенная на рисунке прямая линия, проходящая в точке соприкосновения кривых, представляет **относитель-**

ную цену экспортируемых товаров, выраженную в ценах неэкспортируемых товаров $P=P_t/P_n$. Представленный вариант относительной цены является **реальным обменным курсом** экономики¹⁵. Подобная дифференциация цен делит цены товаров и услуг экономики на две части: одна часть (P_n) представляет собой цены, на которые оказывают прямое воздействие денежно-кредитная и налогово-бюджетная политики, а также другие факторы внутреннего рынка. Другая часть (P_t) — те цены, на которые влияют изменения номинального обменного курса и ситуация на мировом рынке ($P_t = eP_t^*$).

Если относительная цена P возрастает (кривая относительных цен становится более вертикальной), экспортируемые товары по сравнению с неэкспортируемыми становятся более дорогими. В этих условиях производители, двигаясь по кривой производственных возможностей N , переходят от производства неэкспортируемых товаров к производству экспортируемых товаров T . Потребители, наоборот, стремятся сократить потребление экспортируемых товаров T и увеличить потребление неэкспортируемых товаров N , двигаясь вдоль кривой безразличия предпочтения потребителей.

Когда производство экспортируемых товаров T превышает их реализацию, возникает профицит торгового баланса. Чтобы представить это, начнем прежде с определения торгового баланса, который выражается следующим образом:

$$B_t = E_t - M_t \quad (2.2)$$

где E_t — экспорт, а M_t — импорт.

¹⁵ См. приложение.

Поскольку экспорт является превышением предложения экспортируемых товаров по отношению к внутреннему спросу на них, а импорт — наоборот, формулу торгового баланса можем записать следующим образом:

$$\begin{aligned}
 B_t = & E_{\text{предложение товаров}} - E_{\text{спрос на товары}} - \\
 & (M_{\text{спрос на товары}} - M_{\text{предложение товаров}}) = \\
 & E_{\text{предложение товаров}} + M_{\text{предложение товаров}} - \\
 & (E_{\text{спрос на товары}} + M_{\text{спрос на товары}}) =
 \end{aligned}$$

предложение экспортируемых товаров — спрос на экспортируемые товары.

Если предложение экспортируемых товаров обозначим X_t , а спрос — D_t , то

$$B_t = P_t X_t - P_t D_t = P_t (X_t - D_t) \quad (2.3)$$

На схеме 2.1 в точке сбалансированности 1 торговый баланс равен нулю, поскольку производство экспортируемых товаров равно их потреблению. По схеме можем определить также валовой внутренний продукт (ВВП), который равен сумме объемов производства неэкспортируемых N и экспортируемых T товаров. Эта стоимость обозначена Y_1 — пространство от точки пересечения проходящей через точку 1 кривой относительных цен с осью экспортируемых товаров до исходной точки¹⁶.

¹⁶ По протяженности оси T Y_1 измеряется ценами товаров T таким образом, что $P_t Y_1 = P_t T_1 + P_n N_1$, или $Y_1 = T_1 + (P_n/P_t) N_1$.

Согласно системе национальных счетов, валовой внутренний продукт (ВВП) равен

$$Y = C + I + E - M \quad (2.4)$$

откуда

$$Y - E + M = C + I = A \quad (2.5)$$

A - поглощение (absorbtion), которое равно частным и государственным валовым расходам внутренней экономики. Важно отметить, что согласно рисунку 1, когда экономика сбалансирована и $E=M$, сформировавшийся в экономике валовой доход равен расходам.

Эта модель дает три главных положения:

1. Макроэкономическая сбалансированность на обоих рынках (экспортируемых (внешняя сбалансированность) и неэкспортируемых (внутренняя сбалансированность) товаров) является равенством предложения и спроса.
2. Чтобы на обоих рынках одновременно была сбалансированность, необходимо наличие двух условий: первое — чтобы расходы (поглощение) во внутренней экономике равнялись доходам (продукту), второе — относительная цена (реальный обменный курс) была на таком уровне, чтобы одновременно на обоих рын-

Но $P_n/P_t = dT/dN$, где $dN = N_1$ и $dT = Y_1 - T_1$. Таким образом, стоимости неэкспортируемых и экспортируемых товаров в ценах экспортируемых товаров T будут выражены следующим образом:
 $T_1 + Y_1 - T_1 = Y_1$.

ках между предложением и спросом утвердилось равенство.

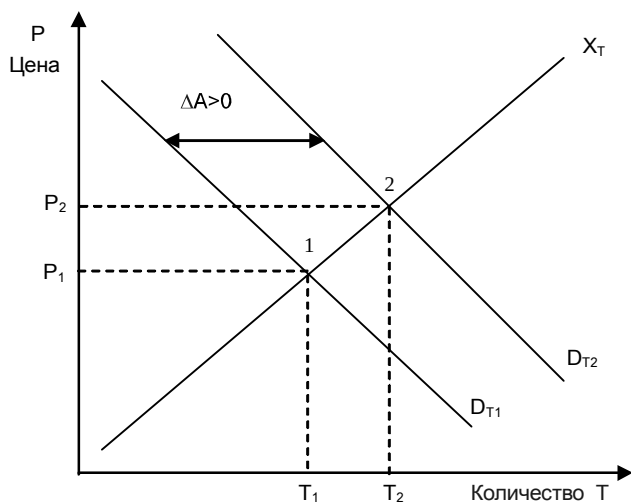
3. В том случае, когда экономика находится в несбалансированном состоянии, те, кто осуществляет политику, имеют два средства вновь восстановить сбалансированность макроуровня: скорректировать поглощение, реальный обменный курс или то и другое вместе¹⁷.

Теперь попытаемся представить формирование макроэкономической сбалансированности на отдельных рынках, после чего, объединив их, и во всей экономике.

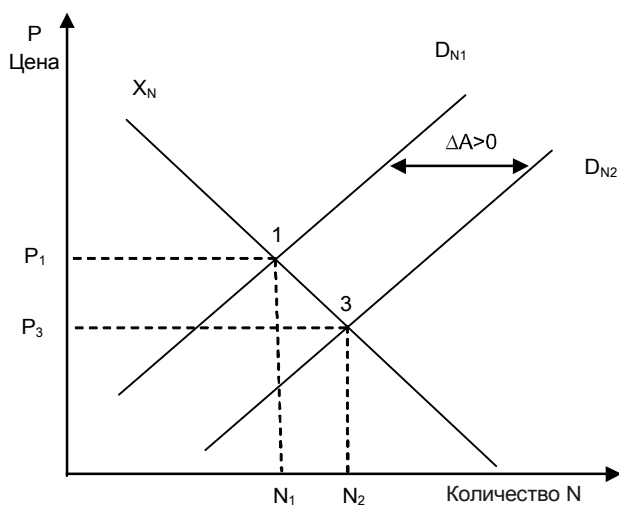
Во-первых, рассмотрим традиционные кривые предложения и спроса на рынках экспортируемых и неэкспортируемых товаров, используя логику модели. На рисунке 2.2. вертикальная ось представляет относительную цену или реальный обменный курс ($P = P_t/P_n$) как ценовую переменную, а горизонтальная ось — объемы экспортируемых и неэкспортируемых товаров.

17 Мировой опыт показал, что устранение макроэкономического дисбаланса путем прямого управления со стороны государства реальным обменным курсом (посредством номинального обменного курса) впоследствии порождает существенные проблемы, связанные с неопределенностью необходимого размера корректировки, формированием неблагоприятных ожиданий и рисками спекулятивных атак. Подробно этот вопрос рассмотрим в дальнейшем изложении.

Рис. 2.2



Рынок экспортируемых товаров



Рынок неэкспортируемых товаров

Кривая предложений обозначена X , а спроса — D . Когда P растет, или, что то же самое, относительная цена неэкспортируемых товаров падает, предложение на рынке неэкспортируемых товаров сокращается, а предложение экспортируемых товаров растет, поскольку производство неэкспортируемых товаров по сравнению с производством экспортируемых товаров становится нерентабельным. По этой причине кривая предложения на рынке экспортируемых товаров имеет положительный наклон, а в неэкспортируемом секторе — отрицательный. В то же время рост относительной цены приводит к росту спроса на неэкспортируемые товары, а в отношении экспортируемых товаров — к спаду, поскольку цены на неэкспортируемые товары, по сравнению с экспортируемыми, снижаются. В итоге получается, что кривая спроса в экспортируемом секторе имеет отрицательный наклон, а в неэкспортируемом секторе — положительный.

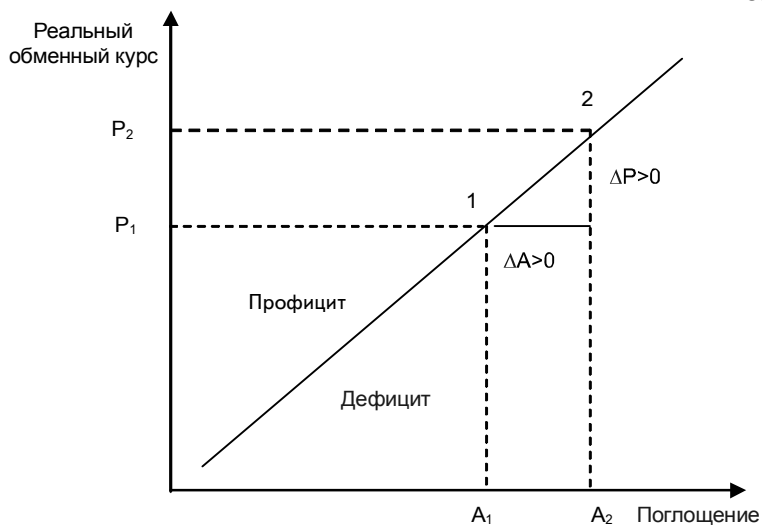
С точки зрения реализации макроэкономической политики важное значение придается взаимосвязи поглощения и реального обменного курса на обоих рынках, поскольку эти две переменные находятся под воздействием государственных органов управления. Фактически поглощение, включая государственные затраты, является рычагом налогово-бюджетной политики для устранения дисбаланса макроэкономической политики.

Теперь обсудим воздействие роста поглощения на эти два рынка, когда экономика в начальный период находится в точке сбалансированности 1 (2-й рисунок). Обусловленный увеличением поглощения, спрос на оба вида товаров растет, поскольку потребители свои расходы в начальный период распределяют между двумя группами товаров. Указанное от-

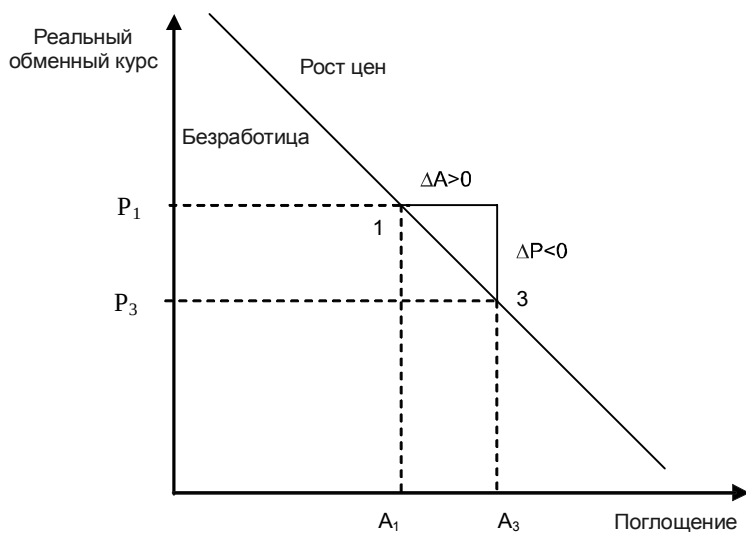
ражается на рисунке сдвигами кривой спроса вправо и в экспортируемом, и в неэкспортируемом секторах. В результате в экспортируемом секторе спрос превышает предложение, или возникает дефицит торгового баланса, для устранения которого необходимо, чтобы цены экспортируемых товаров возросли (рост относительной цены или обесценение реального обменного курса) и привели к увеличению объемов производства экспортируемых товаров. Рост относительных цен, в свою очередь, приводит к определенному сдерживанию спроса на эти товары, в результате чего происходит сдвиг вдоль кривой спроса и утверждение новой сбалансированности (точка 2 на рис. 2.2.). Изменение сбалансированности в экспортируемом секторе характеризуется ростом относительной цены и предложения товаров. В неэкспортируемом секторе также необходим рост цен (снижение относительной цены или ревальвация реального обменного курса), чтобы увеличились объемы производства товаров и предложение сравнялось со спросом. Аналогично, рост цен на эти товары приводит также к определенному сдерживанию спроса, что выражается сдвигом вдоль кривой спроса к новой сбалансированности: смещением к точке 3 на рис. 2.2.

Чтобы представить общую сбалансированность экономики посредством поглощения и реального обменного курса, представим рис. 2.2. с осями поглощение-реальный обменный курс, сначала для отдельных рынков, а затем объединив их.

Рис. 2.3



Внешняя сбалансированность



Внутренняя сбалансированность

На рис. 2.3. представлена простая модель открытой экономики, где вертикальная ось — реальный обменный курс $P = eP_t^*/P_n$, а горизонтальная ось — реальное поглощение. Как уже было отмечено, они считаются основными макроэкономическими переменными (цена и расходы, доходы). Кроме того, эти две переменные — обменный курс и расходы, также являются основными инструментами политики правительства для устранения несбалансированностей.

Рис. 2.3. напрямую связан с рис. 2.2. и получается из него. Так, когда поглощение возрастает, как видно из рис. 2.2., на рынке экспортируемых товаров также возрастает спрос на них, и имеет место рост относительной цены экспортируемых товаров или девальвация реального обменного курса.

На рынке неэкспортируемых товаров рост поглощения также приводит к росту спроса и относительной цены на неэкспортируемые товары, при котором реальный обменный курс ревальвируется.

Две кривые, изображенные на рис. 2.3., представляют сбалансированность двух рынков. Кривую, отображающую сбалансированность рынка экспортируемых товаров, назовем внешней сбалансированностью, вдоль которой предложение на рынке экспортируемых товаров (X_t) равно спросу на нем (D_t). Таким же образом, вдоль отражающей сбалансированность на рынке неэкспортируемых товаров кривой внутренней сбалансированности, предложение неэкспортируемых товаров (X_n) равно спросу на них (D_n).

Рис. 2.3. также дает возможность увидеть **зоны несбалансированности** экономики и на экспортируемом (внешнем), и на неэкспортируемом (внутреннем) рынках. Напри-

мер, на экспортируемом рынке указанного графика при поглощении в размере A_1 и относительных ценах выше P_1 возникнет **профицит** и предложение превзойдет спрос, а при относительных ценах P_1 и поглощении выше A_1 возникнет **дефицит**, спрос превысит предложение. При профиците, для восстановления сбалансированности этого рынка, должен либо ревальвироваться девальвированный обменный курс, чтобы сократить предложение, либо должно возрасти поглощение (спрос), чтобы возник дополнительный спрос на экспортируемую продукцию, либо и то и другое вместе. В случае дефицита будет иметь место прямо противоположное явление.

Таким же образом на неэкспортируемом рынке при поглощении в размере A_1 и относительной цене ниже P_1 на неэкспортируемом рынке возникнет **безработица**, поскольку предложение превысит спрос, а при относительных ценах P_1 и поглощении выше A_1 возникнет **инфляция**. Для восстановления сбалансированности при инфляции на неэкспортируемом рынке должен либо ревальвироваться обменный курс, чтобы увеличился спрос на неэкспортируемые товары, либо должно сократиться поглощение (спрос), либо и то и другое одновременно.

Следует также отметить, что в представленной модели инфляция и безработица несколько отличаются от этих явлений, проявляющихся в реальной жизни. В модели безработица также включает в себя неиспользование других средств производства, например, земли или капитала. Иначе говоря, страна свои производственные мощности, включая рабочую силу, использует не в полной мере, либо находится не на кривой производственных возможностей, а внутри нее. Что

касается инфляции, то в модели она воспринимается как показатель, превышающий обычный уровень в экономике рассматриваемой страны. Например, для Армении в последние годы этот показатель был около 3%, для России – в пределах 11%, для США и стран Евросоюза – 2-3%.

Чтобы получить картину общей сбалансированности, объединим эти кривые на одном графике (рис. 2.4.):

Рис. 2.4



Рис. 2.4. представляет внутреннюю и внешнюю сбалансированность на одном графике. Зоны А, Б, В и Г считаются зонами несбалансированности, а в месте пересечения двух кривых внутренний и внешний рынки одновременно находят-

ся в сбалансированности. Это та же самая точка, которая на рис 2.1. представляет место пересечения кривых безразличия потребителей и производственных возможностей. Любая точка кривой внешней сбалансированности показывает, что спрос на экспортируемые товары равен их внутреннему производству плюс импорту (или капиталу и финансовым притокам). Точно так же любая точка кривой внутренней сбалансированности показывает, что спрос на неэкспортируемые товары равен их внутреннему производству.

В определенный промежуток времени экономика обычно находится в одной из зон несбалансированности: в случае пребывания в зоне **А** в экономике наблюдается внешний профицит (экспорт превысит импорт, или предложение экспортируемых товаров превысит спрос) и, в то же время, инфляция. В этой зоне реальный обменный курс **деревальвирован**. В случае пребывания в зоне **Б** в экономике наличествует дефицит внешнего сектора и инфляция — в основном за счет чрезмерных трат (когда поглощение превышает ВВП). В зоне **В** наблюдается дефицит внешнего сектора и безработица. В этой зоне реальный обменный курс **суперревальвирован**. В зоне **Г** существует безработица и профицит внешнего сектора, поскольку поглощение мало, и ресурсы экономики полностью не используются.

Причем, посредством этих графиков можно также обсудить те основные факторы, которые воздействуют на обеспечивающий макроэкономическую стабильность реальный обменный курс¹⁸. К их числу можно отнести изменения в струк-

¹⁸ В экономике применяется понятие сбалансированный реальный обменный курс.

туре расходов правительства, трансфертах, мировых финансовых условиях, условиях торговли, торговой политике, относительной производительности (воздействие Баласа-Самуэльсона).

Увеличение веса экспортируемых товаров в расходах правительства приводит к увеличению спроса на экспортируемые товары и импорта, а также к сокращению спроса на неэкспортируемые товары. В этом случае кривая внешней сбалансированности смещается влево и вверх, а кривая внутренней сбалансированности — вправо и вверх. В результате при равном объеме поглощения возникает необходимость повышения относительной цены экспортируемых товаров (обесценивания сбалансированного реального обменного курса), чтобы в сфере производства возросли объемы производства экспортируемых товаров, а в неэкспортируемом секторе — снизились.

Увеличение веса неэкспортируемых товаров в расходах правительства приводит к противоположному воздействию и ревальвации реального обменного курса.

Поскольку модель непосредственно не охватывает **иностраные трансферты**, возникает необходимость их привлечения. Это можно осуществить, если к предложению экспортируемых товаров прибавить те объемы импорта, которые финансируются посредством внешней помощи или инвестиций. Следовательно, увеличение иностранных трансфертов сдвигает кривую предложения экспортируемых товаров и внешней сбалансированности вправо вниз, вызывая рост поглощения и ревальвацию реального обменного курса. Указанное происходит для устранения внешнего дисбаланса. В условиях роста трансфертов (дополнительного валютного при-

тока) необходимо, чтобы происходил и дополнительный отток валюты - для восстановления внешнего баланса. Приток валюты порождает ревальвацию реального обменного курса и увеличение доходов, которые оба способствуют росту дополнительного импорта и оттоку валюты для восстановления внешнего баланса. Ревальвация реального обменного курса в производственном секторе приводит к росту цен на неэкспортируемые товары, следовательно, и к росту объемов производства, что имеет место за счет сокращения производства в экспортируемом секторе.

В такой «поточной» модели, как Австралийская, увеличение **притока капитала** вследствие ослабления **международных финансовых условий** (снижение международных процентных ставок) оказывает то же воздействие, что и увеличение международных трансфертов. Однако в случае «ресурсных» моделей они могут не оказать аналогичного воздействия в долгосрочном плане, поскольку порождают долговые обязательства, выплата которых в будущем снижает объем доходов в долгосрочном периоде и оказывает давление в направлении девальвации долгосрочного сбалансированного обменного курса.

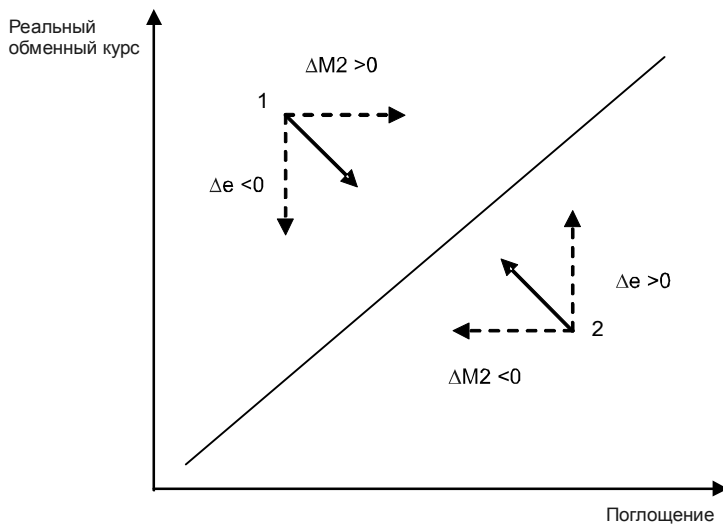
Рост производительности в экспортируемом секторе приводит к расширению экспортируемого сектора, что увеличивает объемы производства экспортируемых товаров, доходы экономики и поглощение. Поскольку предложение экспортируемых товаров превосходит спрос на них, то для восстановления внешней сбалансированности требуется ревальвация реального обменного курса (кривая ЕВ смещается вправо вниз). И, поскольку доходы экономики увеличились, то на рынке неэкспортируемых товаров формируется дополнитель-

ный спрос. Последний удовлетворяется ростом объемов производства неэкспортируемых товаров, обусловленным тем обстоятельством, что увеличивается относительная цена на неэкспортируемые товары. Рост объемов производства неэкспортируемого сектора в той же мере сокращает объемы производства экспортируемого сектора (что меньше, чем предварительное расширение за счет роста производительности). В результате рост производительности экспортируемых товаров перераспределяется между двумя секторами, приводя к росту производства этих секторов.

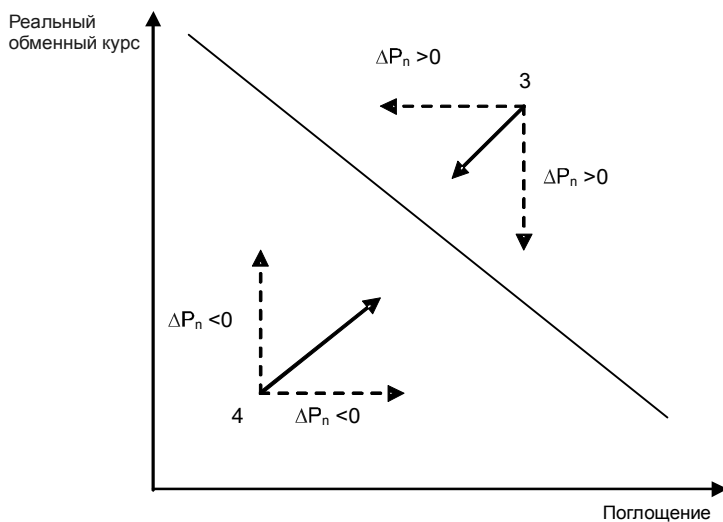
Несмотря на то, что экспортируемые товары моделью явно не дифференцируются на товары, которые экспортируются и импортируются, однако по определенной логике можно также рассмотреть воздействие **условий торговли** на реальный обменный курс. Можно предположить, что на мировых рынках, например, растут цены на экспортируемые из данной страны товары, что означает улучшение условий торговли. В этом случае предложение экспортируемых товаров увеличится, что окажет такое же воздействие, как позитивный шок трансфертов.

Теперь же, вернувшись к расположению кривых внешней и внутренней сбалансированности, попытаемся понять механизмы устранения несбалансированности как в вышеупомянутых случаях, так и при прочих случайных потрясениях.

Рис. 2.5



1. Внешняя сбалансированность



2. Внутренняя сбалансированность

Когда страна оказывается в одной из указанных выше зон несбалансированности, то спустя некоторое время, вследствие саморегулирования экономики, состояние равновесия восстанавливается. На рис. 2.5 представлены пути восстановления сбалансированности на внутреннем и внешнем рынках.

В точке 1 внешний сектор экономики государства несбалансирован, имеется профицит. В этом случае есть два возможных варианта восстановления равновесия во внешнем секторе. **Первый** — профицит внешнего сектора (запомним, что это совпадает с профицитом внешней торговли) порождают чистый приток валютных средств, в случае скупки которых со стороны ЦБ произойдет накопление внешних резервов, рост предложения денег и снижение процентных ставок. Отметим, что при условии скупки со стороны ЦБ валютных притоков номинальный обменный курс не меняется. Поскольку в экономике возрастет предложение денег и снизятся процентные ставки, то увеличатся инвестиции и потребление, вследствие чего возрастет поглощение, и экономика начнет сдвигаться с точки 1 вправо, пока не установится новое равновесие (экономика окажется на кривой внешней сбалансированности). **Второй** — ЦБ не скупает чистый валютный приток, вследствие чего изменяется рыночное соотношение местная валюта/иностранная валюта и номинальный обменный курс начинает ревальвироваться. Ревальвация номинального обменного курса приводит к сокращению излишнего предложения экспортируемых товаров, и экономика страны будет с точки 1 двигаться вниз, пока не установится новое равновесие во внешнем секторе. В случае же одновременного осуществления двух этих корректировок экономика сдвинется из точки 1 по направлению темной стрелки.

Если экономика страны находится в точке несбалансированности 2, корректировки осуществляются почти таким же образом, но в противоположном направлении, пока во внешнем секторе не утвердится сбалансированность.

Корректировка несбалансированности внутреннего рынка представлена на втором графике рис. 2.5. Если страна находится в точке 3, то во внутренней экономике существует инфляция, которая влияет и на реальный обменный курс, и на реальное поглощение. Если номинальный обменный курс стабильный (или обесценивается не так быстро, как инфляция), то рост P_n приводит к ревальвации реального обменного курса. Экономика страны в этом случае начинает смещаться из точки 3 вниз. Если ЦБ или правительство не предпринимают мер для увеличения поглощения в экономике — притом в масштабах, равных инфляции, то в экономике начинает сокращаться реальное поглощение, вследствие чего экономика сдвигается влево до утверждения равновесия на внутреннем рынке (оказывается на кривой внутренней сбалансированности). Если экономика страны находится в точке 4, где существует безработица и цены гибки (склонны как к росту, так и снижению), то корректировка происходит таким же образом, но в противоположном направлении (чего в реальности почти не бывает, поэтому и выдвигается идея жесткости цен).

Вышеуказанные корректировки сбалансированности экономики в основном представлены с той оговоркой, что в экономике наличествуют конкурентные рынки, ресурсы свободно перемещаются, нет также других структурных жесткостей. В реальности это вряд ли имеет место, тем более в экономиках развивающихся стран, где структурных жест-

костей больше¹⁹. Например, девальвация номинального обменного курса непосредственно может не влиять на объемы экспорта и импорта, и потребуются достаточно долгое время (скажем, несколько лет), чтобы произошла корректировка. Аналогично, ревальвация номинального обменного курса в случае бездействия механизма (*passtrough*) передачи обменного курса также может не привести к снижению цен на экспортируемые товары внутренней экономики. Поэтому эти корректировки зачастую происходят довольно долго, равно как и проявляются более крупные колебания макроэкономических переменных, чем они были бы в экономиках, имеющих конкурентные рынки и не имеющих структурных жесткостей.

Обычно в развивающихся экономиках цены на неэкспортируемые товары растут быстро, когда спрос на внутреннем рынке превосходит предложение, как изображено во второй части рис. 2.5. Наряду с этим, если в развивающихся странах инфляция начинает ускоряться, то восстановление ее прежнего уровня требует достаточно больших усилий и затрат²⁰. С другой стороны, когда экономика находится в зоне безработицы, цены зачастую не снижаются. Одной из основных причин этого является лоббинговая сила профессиональных союзов. Эти союзы часто лоббируют сохранение зарплат на высоком уровне, что и отражается в показателе

¹⁹ Еще раз отметим, что в реальности, если в экономике существуют структурные жесткости (например, рынки монопольны), то восстановление сбалансированности произойдет очень медленно, причем путь будет не прямой линией, а колеблющейся траекторией.

²⁰ Во многих странах (например, России, Турции) даже на протяжении многих лет не удается снизить инфляцию.

роста цен (это в основном имеет место в развитых странах). Одной из причин неснижения цен в развивающихся странах является также низкая конкурентность монопольных и олигопольных рынков, в результате чего фирмы могут держать цены на высоком уровне.

Помимо структурных показателей, которые не дают возможности экономике быстро скорректироваться и восстановить свое сбалансированное состояние, осуществляемая экономическая политика также может стать временным препятствием и продлить процесс восстановления сбалансированности. Например, в первой части рис. 2.5 (внешняя сбалансированность), корректировка экономики из точек 1 и 2 происходит, когда обменный курс свободно плавающий. Поэтому, если правительство будет управлять обменным курсом или зафиксирует его, срок восстановления сбалансированного состояния экономики искусственно продлится. При дисбалансе в точке 1 рис. 2.5., когда имеется внешний профицит и чистый приток валюты, в случае сохранения обменного курса фиксированным экономика страны сместится только вправо (по направлению пунктирной стрелки). В этом случае расстояние до пересечения с кривой сбалансированности длиннее, чем при движении по направлению темной стрелки (режим плавающего обменного курса).

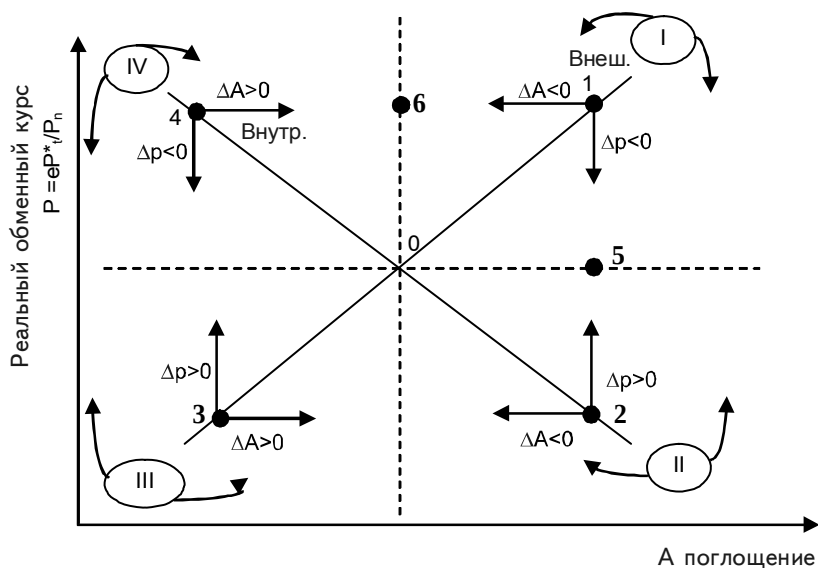
2.3. Политика стабилизации

Поскольку структурные препятствия зачастую не дают экономике возможности быстро скорректироваться и вернуться к своему сбалансированному состоянию, разработа-

ки макроэкономической политики должны принимать меры, способствующие восстановлению равновесного состояния. Для этого они имеют три инструмента: денежно-кредитная политика, налогово-бюджетная политика и политика обменного курса (управление обменным курсом).

Рис. 2.6 является расширенным вариантом рис. 2.4, на котором помимо зон дисбаланса представлены направления политики. То есть, также представлено, на какие макроэкономические переменные должны попытаться воздействовать разработчики политики, чтобы экономика двигалась в правильном направлении и на обоих рынках (внутреннем и внешнем) кратчайшим путем установилось равновесие.

Рис. 2.6



Так, например, рассмотрим точку 1: экономика страны находится во внешней сбалансированности, однако во внутренней экономике дисбаланс, поскольку экономика находится в зоне высокой инфляции²¹. В этой зоне спрос на неэкспортируемые товары превышает предложение. Поэтому для снижения спроса необходимо посредством проведения жесткой (сдерживающей) налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики сократить реальное поглощение²². В этих условиях экономика начнет сдвигаться влево. Если будет предпринято только это мероприятие, экономика из одной точки дисбаланса (1) переместится в другую точку дисбаланса (4), где уже будет наблюдаться внутренняя сбалансированность, однако возникнет внешний профицит (несбалансированность). Следовательно, в этих условиях необходимо, чтобы эта политика сопровождалась ревальвацией номинального обменного курса, что и приведет к ревальвации реального обменного курса.

Следует отметить, что при нахождении в зоне первого квадрата, независимо от того, находится экономика чуть выше кривой внешней сбалансированности (существует небольшой внешний профицит) или ниже (существует небольшой дефицит) шаги политики должны быть одни и те же. То есть, сокращение поглощения, направленное на снижение

²¹ Долгие годы экономика Бразилии находилась в этой зоне, имелся значительный экспорт, стабильный приток валюты, однако во внутренней экономике постоянно ощущалась высокая инфляция — 40-100 процентов в год.

²² Сдерживающая денежно-кредитная политика должна повысить процентные ставки и/или сократить предложение денег, а сдерживающая налогово-бюджетная политика — сократить дефицит бюджета.

инфляции, должно сопровождаться ревальвацией обменного курса. С первого взгляда может неверно показаться, что в случае небольшого дефицита ревальвация реального обменного курса способна еще более углубить дефицит, однако не следует забывать, что сокращение поглощения приведет также к снижению спроса на экспортируемые товары. Поэтому, если обменный курс немного не ревальвируется, чтобы сдержать скорость воздействия сокращения поглощения, то резкое снижение спроса на экспортируемые товары может трансформировать дефицит в профицит. В аналогичном порядке, если будет позволено, чтобы ревальвировался только обменный курс, без сокращения реального поглощения — благодаря сдерживающей налогово-бюджетной и денежно-кредитной политике, то экономика из точки 1 начнет сдвигаться вниз (к точке 2) и окажется в новой несбалансированности, имея ощутимый дефицит внешнего сектора.

Конечно, здесь не рассматриваются размеры скорости воздействия двух переменных, чтобы сказать, какая из переменных в какой степени должна измениться для плавного восстановления сбалансированности экономики. Именно это должно быть заложено в основу анализа и моделей разработчиков политики. Тем не менее, запомним, что все рассмотренное выше — теория, представляющая основные экономические подходы.

Однако для установления внутренней и внешней сбалансированности не всегда необходима корректировка двух макроэкономических переменных. Например, на рис. 2.6 изображены две точки, при нахождении экономики в которых достаточно и правильно выполнить корректировку только одной макроэкономической переменной, чтобы сбалансиро-

ванный уровень экономики восстановился. При нахождении экономики в точке 5 (зона инфляции и дефицита) посредством сокращения только реального поглощения экономика страны двинется в правильном направлении — к точке сбалансированности 0. Точно так же для достижения сбалансированности из точки 6 (профицит и инфляция) необходима только ревальвация обменного курса.

Представим также остальные квадратные зоны.

- В квадрате II, во второй точке, экономика находится в зоне дефицита. В этих условиях осуществление только девальвации обменного курса приведет к формированию высокой инфляции в экономике. Именно поэтому девальвация обменного курса должна сопровождаться жесткой денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой, направленной на сокращение поглощения (сдерживание спроса). В развивающихся странах часто складывается подобная ситуация, когда вследствие жесткой денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в экономике наблюдается низкая инфляция, однако валютные поступления от экспорта, равно как и чистый приток капитала и финансов, не удовлетворяют спрос на импорт.
- В квадрате III, в точке 3, необходимо осуществление расширительной денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики для сокращения безработицы. Однако это должно сопровождаться девальвацией обменного курса, чтобы стимулирующая денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика в экономике не привела к формированию дефицита. Эта ситуа-

ция в основном характерна для развитых экономик, которые оказались на этапе спада в условиях высокого уровня безработицы и неиспользованного капитала.

- В квадрате IV, в точке 4 ревальвация обменного курса может ликвидировать внешний профицит. Необходимо осуществлять расширительную налогово-бюджетную политику, чтобы экономика не оказалась в условиях безработицы. В такой ситуации оказался ряд азиатских стран (например, Тайвань и Малайзия в 80-е годы).

Таким образом, если разработчики политики верно оценят, где находится экономика, то сумеют правильно спрогнозировать необходимые шаги, направленные на восстановление сбалансированности. Тем не менее, способность верно оценить — вопрос частью знаний и точных моделей, частью же — искусства²³.

Одновременно считаем необходимым еще раз напомнить, что рассмотренная выше модель — краткосрочная, причем не учитывается такая структурная проблема экономики, как, например, жесткость цен. В то же время, сдвиги кривых здесь не обсуждаются, поскольку предполагается, что за короткий период времени равновесное состояние фундаментальных экономики (производительность, стабильный приток капитала, условия торговли) не меняется. То есть, если экономика под воздействием любого временного потрясения выйдет из точки своей общей сбалансированности (точка

²³ См. Federal Reserve Bank of Kansas City “The Greenspan Era: Lessons for The Future” 2005.

пересечения двух кривых), спустя некоторое время равновесие восстановится, если не изменились фундаменталии экономики.

Впоследствии будут также рассмотрены фундаменталии экономики — в качестве определителей (детерминантов) сбалансированного уровня реального обменного курса.

Вопросы для самопроверки

1. Что мы понимаем, говоря “малая открытая экономика”?
2. Опишите внутреннюю и внешнюю сбалансированности, используя кривые производственных возможностей и безразличия предпочтений потребителей, покажите формирование относительных цен.
3. Представьте сбалансированность рынков экспортируемых и неэкспортируемых товаров, используя относительные цены.
4. Как влияет рост относительных цен (ревальвация реального обменного курса) на спрос на экспортируемые и неэкспортируемые товары (рассмотрите по отдельности)?
5. Как влияет рост реального поглощения (ревальвация реального обменного курса) на спрос на экспортируемые и неэкспортируемые товары (рассмотрите по отдельности)?
6. Представьте и рассмотрите внешнюю сбалансированность, используя такие макропеременные, как реальный обменный курс, поглощение.
7. Представьте и рассмотрите внутреннюю сбалансиро-

ванность, используя такие макропеременные, как реальный обменный курс, поглощение.

8. Когда реальный обменный курс может быть переоцененным или недооцененным?
9. Если страна находится во внутренней и внешней сбалансированности, к чему приведет, например, рост реального поглощения вследствие дополнительных государственных расходов? К чему приведет сокращение реального поглощения в той же ситуации вследствие сокращения государственных расходов?
10. Что произойдет с реальным сбалансированным обменным курсом (относительными ценами), если правительство будет перманентно увеличивать расходы на экспортируемые товары? Что произойдет, если увеличатся расходы правительства на неэкспортируемые товары?
11. Что произойдет с реальным сбалансированным обменным курсом, если увеличатся (уменьшатся) поступающие в страну трансферты или финансовые средства (приток капиталов)?
12. Что произойдет с реальным сбалансированным обменным курсом, если возрастет (сократится) производительность в стране?
13. Что произойдет с реальным сбалансированным обменным курсом, если улучшатся (ухудшатся) условия торговли в стране?
14. Как может восстановиться сбалансированность, если во внешнем секторе страны имеется профицит, а во внутреннем секторе — инфляция? Объясните.
15. Как может восстановиться сбалансированность, если

- во внешнем секторе страны имеется профицит, а во внутреннем секторе — безработица? Объясните.
16. Как может восстановиться сбалансированность, если во внешнем секторе страны имеется дефицит, а во внутреннем секторе — безработица? Объясните.
 17. Как может восстановиться сбалансированность, если во внешнем секторе страны имеется дефицит, а во внутреннем секторе — инфляция? Объясните.
 18. Если страна имеет внешний профицит, объясните, как восстановится сбалансированность во внешнем секторе, если ЦБ скупит валютные излишки и если не скупит?
 19. Что является правильной макрополитикой, если страна находится во внешней сбалансированности, однако внутренняя сбалансированность нарушена вследствие высокой инфляции? Почему?
 20. Что является правильной макрополитикой, если страна находится во внешней сбалансированности, однако внутренняя сбалансированность нарушена вследствие высокой безработицы? Почему?
 21. Что является правильной макрополитикой, если страна находится во внутренней сбалансированности, однако внешняя сбалансированность нарушена вследствие внешнего профицита? Почему?
 22. Что является правильной макрополитикой, если страна находится во внутренней сбалансированности, однако внешняя сбалансированность нарушена вследствие внешнего дефицита? Почему?
 23. Могут ли такие характеристики экономики, как низкая конкурентность и жесткость цен, влиять на восстановление сбалансированности? Объясните.

ОБМЕННЫЙ КУРС И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

3.1. Поведение обменного курса в процессе обеспечения стабильности макрэкономического равновесия

В открытых экономиках обменный курс, с одной стороны, оказывает свое влияние на поведение основных макроэкономических показателей, с другой — в качестве ценового фактора, постоянно меняется в процессе формирования макроэкономической сбалансированности. В то же время обменный курс, будучи внешней ценой внутренней валюты страны, меняется под воздействием как количественного изменения внутренней и внешних валют, так и их внутренних ценовых изменений процентных ставок, оказываясь под непосредственным воздействием денежно-кредитной политики.

Учитывая то обстоятельство, что обеспечение стабильности макроэкономического равновесия в основном находится в поле регулирования центральных банков²⁴, поведе-

²⁴ Налогово-бюджетная политика в процессе обеспечения стабильности макроэкономического равновесия приобретает особую важность в долгосрочном периоде — в основном посредством управления величинами дефицита и внешнего долга, а также налоговой и таможенной политики. В краткосрочном периоде важны скоординированные действия налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики — в плане противостояния внешним и внутренним потрясениям с минимальными потерями.

ние обменного курса преимущественно обусловлено определением целей денежно-кредитной политики и принятием соответствующих стратегий, направленных на их обеспечение.

Коснемся вышеизложенных проблем более подробно.

Передаточные механизмы обменного курса в открытой экономике

В открытых экономиках, где присутствует внешняя торговля — операции по импорту и экспорту, обменный курс играет существенную роль в процессе формирования макроэкономического равновесия. Роли обменного курса придается важное значение при наличии тех путей передачи, посредством которых изменение обменного курса влияет на поведение основных макроэкономических показателей. Пути передачи обменного курса следующие:

- Изменение обменного курса оказывает прямое воздействие на ценообразование во внутренней валюте товаров, конкурирующих с импортированными в страну, произведенными в стране экспортируемыми и импортируемыми товарами (все вместе — экспортируемые товары). В итоге показатель формируемой в стране инфляции напрямую связан с изменениями обменного курса.
- Изменение цен товаров, напрямую зависящих от изменений обменного курса, предполагает также изменение их относительных цен по отношению к производимым неэкспортируемым товарам. Эти изменения относительных цен порождают изменение внутреннего относительного спроса на эти товары²⁵. В частности, деваль-

²⁵ Внешний спрос не оказывает воздействия, поскольку отражение

вация обменного курса приводит к росту относительной цены экспортируемых товаров и сокращению относительного спроса на них. Соответственно изменению относительного спроса сокращаются объемы импорта, а в неэкспортируемом секторе экономики увеличиваются объемы производства. Последнее порождает рост цен производственных факторов (рабочей силы и капитала), что и приводит к повышению уровня цен в неэкспортируемом секторе. В результате в экономике фиксируется дополнительная инфляция путем косвенного воздействия обменного курса.

Причиной роста цен неэкспортируемых товаров становится и другой процесс. Высокий уровень цен в секторе экспортируемых товаров внутреннего производства увеличивает предельную доходность в этом секторе, делая его более рентабельным по сравнению с неэкспортируемым сектором. В этих условиях попытки предприятий привлечь новую рабочую силу и увеличить объемы производства вновь повышают стоимость производственных факторов, что приводит к сокращению предельной доходности в экспортируемом секторе и росту уровня цен к неэкспортируемом секторе.

Когда внутренние цены экспортируемых товаров не корректируются в соответствии с девальвацией обменного курса, возникает также рост внутреннего спроса — увеличение спроса на товары, конкурирующие с импортом и рост внешнего спроса на экспортируемые товары. Попытки производст-

изменений обменного курса в ценах экспортируемых товаров - сохранение паритета относительной покупательной способности на мировом рынке - не изменяет цен на эти товары. А внешний спрос на неэкспортируемые товары просто отсутствует.

венного сектора увеличить предложение этих товаров приводят к росту стоимости производственных факторов, следовательно — и росту цен на товары.

Таким образом, изменение обменного курса оказывает свое влияние на экономическую активность и рост цен посредством изменения внутреннего и внешнего спроса, что называется косвенным путем передачи обменного курса.

Факторы, влияющие на поведение обменного курса

Изменение обменного курса происходит посредством изменения спроса и предложения в отношении валюты. Последние формируются в результате изменений текущего счета платежного баланса, а также счета капитала и финансов.

Текущий счет является суммарным выражением баланса импорта и экспорта товаров и услуг (баланс торговли и услуг), а также чистого притока валюты по линии частных трансфертов и факторных доходов. В частности, при прочих равных условиях, рост отрицательного сальдо торгового баланса (превышение импорта над экспортом) приводит к росту спроса на валюту и к девальвации местной валюты. С другой стороны, когда увеличиваются частные трансферты, происходит рост предложения валюты и ревальвация местной валюты. Баланс счета капитала и финансов включает в себя движение валютных средств, обусловленное изменениями долговых обязательств с нерезидентами и взаимного участия в акциях предприятий. При прочих равных условиях, когда предприятие привлекает валюту посредством принятия на себя долгов по отношению к нерезидентам, либо продает нерезидентам акции, возрастает предложение валюты и имеет

место ревальвация местной валюты. Таким образом, на поведение обменного курса на внутреннем рынке влияет не движение валютных средств, обусловленное какой-либо отдельной статьей платежного баланса, а чистое движение валютных средств, обусловленное всеми его статьями.

Помимо этих факторов, возможностью существенным образом влиять на поведение обменного курса обладает центральный банк — путем осуществления операций по покупке и продаже иностранной валюты на валютной бирже за местную валюту. Кроме того, центральный банк, посредством изменения процентных ставок, что оказывает свое влияние на процентные ставки финансовых активов в стране, может также вызвать приток и отток валютных средств, влияя на поведение обменного курса. Наличие передаточного пути от процентных ставок к обменному курсу обусловлено тем обстоятельством, что хозяйствующие субъекты в процессе приобретения финансовых активов в различной валюте склонны иметь наибольший процентный доход в зависимости от доходности финансовых активов в этих инвалютах и ожидаемого уровня обменного курса. Если возрастает внутренняя процентная ставка, то в при определенных устойчивых ожиданиях относительно дальнейшей цены обменного курса возникает возможность получить дополнительный доход за счет обмена финансовых активов, выраженных в иностранной валюте, на финансовые активы, выраженные во внутренней валюте (возможность арбитража). Эти сделки хозяйствующих субъектов приводят к росту предложения иностранной валюты и спроса на местную валюту на финансовых рынках. В итоге происходит снижение цены иностранной валюты, выраженной в местной валюте: ревальвация местной валюты и, в условиях стабильных ожиданий по поводу будущего

уровня обменного курса, возникают ожидания девальвации обменного курса, темп которой приравнивается к разнице внутренних и внешних процентных ставок (в экономике известна как паритет процентных ставок). Из указанного становится также ясно, что ожидания в отношении будущего обменного курса также оказывают свое воздействие на нынешний уровень обменного курса. В частности, когда ожидается девальвация, превышающая разницу между внутренними и внешними процентными ставками, то в условиях неизменных уровней процентных ставок возникает возможность получения дохода посредством замены финансовых активов, выраженных в местной валюте, на внешние. Действия хозяйствующих субъектов сопровождаются ростом предложения внутренней валюты и спроса на внешнюю валюту. В итоге происходит девальвация местной валюты уже в настоящий момент, и ожидания темпов изменения обменного курса становятся равными разнице внутренних и внешних процентных ставок.

Проанализируем поведение обменного курса в процессе формирования макроэкономической сбалансированности (равновесия). Как уже было отмечено, одним из основных ценовых показателей, формирующих внутреннюю и внешнюю макроэкономическую сбалансированность, является не номинальный, а реальный обменный курс. Корректировка последнего в экономике обеспечивает **внутреннюю и внешнюю сбалансированность**. Поэтому в основу формирования номинального обменного курса заложено, прежде всего, поведение реального обменного курса, а также та инфляция, которая формируется в стране и за рубежом (исходя из определения реального обменного курса).

$$E = e \frac{P^*}{P} \implies e = E \frac{P}{P^*} \quad (3.1)$$

где E — реальный обменный курс

P — внутренние цены

P^* — внешние цены

e — номинальный обменный курс.

Поведение номинального обменного курса в процессе формирования макроэкономической сбалансированности определяется результатом гораздо более разнообразных взаимодействий. Для уточнения сказанного прежде всего необходимо коснуться факторов, обуславливающих поведение реального обменного курса, затем - процессов выбора странами стратегий управления инфляцией и денежно-кредитной политики.

Влияющие на изменение реального обменного курса факторы, как правило, дифференцируются на фундаментальные и **результаты краткосрочных потрясений**.

$$E = f\left(\frac{a^*}{a}, K_i, G_n, TOT, w_{Ki}, w_{TOT}, \dots\right) \quad (3.2)$$

где $\frac{a^*}{a}$ — разница производительности данной страны и внешнего мира,

TOT — условия торговли

K_i — потоки капитала

(эти показатели часто называют фундаменталиями реального обменного курса).

G_n — удельный вес неэкспортируемого сектора в расходах правительства.

w_{Ki} , w_{TOT} — краткосрочные временные потрясения.

Понятие фундаменталии, как правило, относится к факторам, обуславливающим долгосрочное развитие экономики, каковыми, например, являются рост производительности, стабильный рост притоков капитала и частных трансфертов в долгосрочном отрезке, условия торговли, особенности налоговой системы страны, удельный вес расходов на неэкспортируемые товары в расходах правительства и т.д. Они порождают особенности развития экономики страны и структуры производства в долгосрочном разрезе и долгосрочные изменения тенденций поведения реального обменного курса.

Краткосрочные потрясения обычно касаются краткосрочных колебаний внутреннего спроса в стране, возникновения краткосрочных отклонений на валютном рынке между спросом и предложением на внешнюю валюту, внутренней и внешней инфляции — разнообразных по характеру краткосрочных случайных и сезонных колебаний, кратковременного резкого увеличения притока капитала и т. д. Влияние этих факторов на реальный обменный курс носит краткосрочный характер, с течением времени исчезает и не оказывает долгосрочного воздействия на развитие экономики.

Таким образом, сначала были представлены те передаточные пути обменного курса, посредством которых изменение обменного курса влияет на основные макроэкономические переменные страны, а затем те средства, которыми центральный банк может воздействовать на поведение обменного курса. Было также рассмотрено влияние процесса формирования макроэкономической сбалансированности на поведение номинального обменного курса, которое преимущественно обусловлено поведением реального обменного курса, а также ростом уровней цен, формируемых в стране и за рубежом.

Поскольку процесс обеспечения стабильной макроэкономической сбалансированности обычно считается основной целью центральных банков, то очевидно, что поведение обменного курса в основном обусловлено уточнением целей денежно-кредитной политики и теми стратегиями, которые выбирают центральные банки для обеспечения основной цели. Эти вопросы более подробно будут представлены в следующем разделе.

3.2. Макроэкономическое регулирование.

Выбор валютной и денежно-кредитной политики

Как уже было отмечено, в поле регулирования центрального банка находится процесс обеспечения стабильности макроэкономической сбалансированности, для чего необходимо уточнить те требования, которые ставятся перед центральными банками в качестве основных целей, и те стратегии денежно-кредитной политики, которые берут на вооружение центральные банки для реализации этих целей.

Основные цели денежно-кредитной политики, особенно для открытых экономик, могут быть различного характера. Прежде чем их коснуться, представим одно важное обстоятельство, имеющее существенное значение в вопросе выбора целей денежно-кредитной политики.

Из передаточных путей обменного курса становится ясно, что влияние девальвации (ревальвации) внутренней валюты на инфляцию (дефляцию) выражается положительной связью — девальвация обменного курса приводит к росту уровня

цен и наоборот. В то же время отмечалось, что посредством корректировки реального обменного курса в экономике утверждается внешняя и внутренняя сбалансированность. В этих условиях, когда в экономике проявляются такие потрясения, которые порождают рост предложения иностранной валюты и в то же время стимулируют внутренний спрос, например, приток капитала и трансфертов, то в экономике формируются тенденции ревальвации обменного курса и высокой инфляции. Оба явления приводят к ревальвации реального обменного курса, которая обеспечивает формирование макроэкономической сбалансированности. Однако центральный банк сталкивается с проблемой, когда не имеет возможности одновременно проводить политику, которая обеспечит низкую инфляцию и неревальвированный или слегка ревальвированный обменный курс.

Пути к тому, чтобы избежать этой дилеммы, определяются посредством выбора центральным банком основных целей и стратегии соответствующей валютной и денежно-кредитной политики.

Эту проблему подробно проанализировал Роберт Манделл в своем известном «невозможном триединстве»²⁶. Он представил некий треугольник, двум вершинам которого придаются две всеобщие стратегии центрального банка — возможность намечения цели (таргетирования) внутренних макроэкономических показателей (инфляция или экономический рост), которую назвал независимостью центрального банка и

²⁶ См. Mundell R. "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates", The Canadian Journal of Economics and Political Science, Nov-1963.

политикой фиксированного обменного курса. В третьей вершине треугольника — возможность свободного передвижения капитала с иностранными государствами. Из этих трех типов политики центральные банки могут выбрать следующие сочетания:

1. политика фиксированного обменного курса и возможность свободного передвижения потоков капитала,
2. независимая денежно-кредитная политика и возможность свободного передвижения потоков капитала,
3. независимая денежно-кредитная политика и политика фиксированного обменного курса с ограничением возможности свободного передвижения потоков капитала.

Политика фиксированного обменного курса и возможность свободного передвижения потоков капитала

Политика фиксированного обменного курса — фиксация (привязка) обменного курса к обменному курсу какой-либо страны (как правило, развитой, имеющей стабильную экономику и являющейся крупным торговым партнером). В этих условиях страна, фиксирующая обменный курс, просто принимает ту денежно-кредитную политику, которую осуществляет эта страна, и теряет возможность проведения собственной денежно-кредитной политики. В условиях политики фиксированного обменного курса основная цель и стратегия центрального банка идентифицируются вокруг одного принципа — обеспечение какого-либо фиксированного уровня обменного курса. Жесткая фиксация обменного курса осуществляется двумя путями или целями.

- Во-первых, фиксация обменного курса к обменному курсу какой-либо страны на определенный период с целью отказаться впоследствии от выпуска собственной валюты и признать валюту этой страны как свою собственную (денежный союз).
- Во-вторых, валютный совет (currency board), когда фиксация обменного курса не сопровождается отказом от собственной валюты, однако центральный банк обещает какой-либо фиксированный обменный курс и денежные средства в собственной валюте выпускает только для удовлетворения избыточного (дефицитного) спроса на иностранную валюту и обеспечения обещанной величины обменного курса.

Существует также политика нежесткой привязки обменного курса:

- фиксация в рамках какой-либо средней точки и определенных пределов колебаний вокруг нее;
- фиксация в рамках какой-либо средней точки и скользящих пределов колебаний вокруг нее.

Не касаясь подробно особенностей этих видов политики, отметим лишь, что страны прибегают к ним в основном для того, чтобы укрепить ожидания хозяйствующих субъектов относительно стабильности макроэкономического развития страны и особенно низкой инфляции. В этих условиях указанное укрепление ожиданий, вероятно, удастся, поскольку когда обменный курс фиксируется с обменным курсом развитой страны, то, как уже отмечалось, принимается денежно-кредитная политика этой страны, а следовательно, и инфляция.

Отметим также, что к этой политике в основном прибе-

гают те страны, которые находятся на переходном этапе или в переходной стадии развития, и возможность свободного передвижения капитала рассматривают как средство успешной реализации процесса привлечения крупных капитальных инвестиций и развитых технологий и быстрой интеграции с развитыми экономиками.

Однако не всем странам удалось обеспечить этим путем среду низкой инфляции. Приток крупномасштабного капитала вынудил центральные банки, с целью обеспечения фиксированного обменного курса, соответственно темпам притока капитала влить собственную валюту, в этом случае шок от притока капитала трансформируется в шок растущего спроса на товары и услуги. При этом корректировка реального обменного курса и процесс обеспечения внутренней и внешней сбалансированности страны в основном имели место за счет высокой инфляции.

Чтобы избежать столь нежелательных последствий, политика фиксированного обменного курса может сочетаться с ограничением возможности свободного передвижения потоков капитала. Это дает возможность проводить политику третьего типа — независимую денежно-кредитную политику с фиксированным обменным курсом, о которой речь идет в разделе 3.2.

Независимая денежно-кредитная политика и возможность свободного перемещения потоков капитала

Прежде чем коснуться политики этого типа, представим принципы политики свободно плавающего обменного курса,

применение которых является обязательным в условиях независимой денежно-кредитной политики и возможности свободного перемещения потоков капитала.

Политика свободно плавающего обменного курса предполагает, что для обеспечения макроэкономической стабильности центральный банк осуществляет независимую денежно-кредитную политику. Однако, в случае необходимости, может вмешиваться в валютный рынок, чтобы сгладить резкие колебания обменного курса. Вопрос в том, что как внешняя торговля, так и спекулятивное поведение хозяйствующих субъектов с целью получения дополнительного дохода от купли-продажи валюты чувствительны к поведению обменного курса. В этих условиях резкие колебания обменного курса могут вызвать неестественные ожидания будущего поведения обменного курса, в результате чего, во-первых, может быть ограничена внешняя торговля, а спекулятивное поведение хозяйствующих субъектов может привести к еще большему углублению колебаний обменного курса. Обычно, придавая большую важность этим явлениям, центральные банки все чаще вмешиваются в валютный рынок, сохраняя принцип нетаргетирования какого-либо уровня обменного курса. Такая валютная политика называется политикой управляемого плавающего обменного курса.

Из характера разновидностей политики свободного или управляемого плавающего обменного курса видно, что они должны быть дополнением к какой-либо иной стратегии денежно-кредитной политики.

Для выбора независимой денежно-кредитной политики, как уже указывалось, определяются основные цели. Не касаясь их исторического развития, отметим лишь, что сегодня

почти для всех центральных банков обеспечение стабильности цен определяется законом как основная цель. Для обеспечения этой цели страны осуществляли стратегию установления целей (таргетирования) денежных агрегатов (в РА — в 1996-2005гг.), а в настоящее время — обоснованную экономическими теориями и наиболее широко распространенную эффективную стратегию таргетирования инфляции. Причем в первом случае политика обменного курса может быть свободно плавающей или управляемо плавающей, а при стратегии таргетирования инфляции политика свободно плавающего обменного курса считается обязательным условием.

При стратегии таргетирования денежных агрегатов центральный банк устанавливает и представляет общественности конечную цель темпа роста объемов какого либо денежного агрегата (денежная база, денежная масса в собственной валюте или широкая масса денег, которая включает также вклады в иностранной валюте), и осуществляет свои операции для ее обеспечения. Эта политика, предложенная Мильтоном Фридманом²⁷, предполагает, что при подъеме развития экономики, когда возникают инфляционные давления, таргетирование стабильного темпа роста денежных агрегатов станет сдерживающим фактором, и наоборот при экономическом спаде. Однако опыт проведения этой политики свидетельствует, что в процессе управления инфляцией она недостаточно эффективна. В частности, структурные преобразования, происходящие в экономике, расширение и развитие

²⁷ См. Friedman M. "The Quantity Theory of Money — A Restatement", Studies in the Quantity Theory of Money, University of Chicago Press, 1956.

финансовых систем затрудняют установление таких темпов роста денежных агрегатов, которые обеспечат стабильность цен в долгосрочном разрезе. Причем те страны, которые успешно осуществили управление инфляцией, часто меняли целевые показатели денежных агрегатов, фактически осуществляя процесс прямого управления инфляцией, приближая эту политику к стратегии таргетирования инфляции.

Стратегия таргетирования инфляции²⁸ определяется следующим образом:

«Таргетирование инфляции — это программа осуществления денежно-кредитной политики, характеризующаяся публичным оглашением официального целевого показателя (или среднего значения) инфляции на год или определенный период, со ссылкой, что обеспечение низкой и стабильной инфляции является приоритетной долгосрочной целью денежно-кредитной политики»²⁹.

Следующая важная особенность стратегии таргетирования инфляции — придание гласности программам, задачам, целям, а также путям достижения этих целей органом, осуществляющим денежно-кредитную политику.

Согласно другому определению, таргетирование инфляции — это установление целевого показателя инфляции, прогнозирование инфляции на тот же период, затем проведение

²⁸ Более подробное описание стратегии прогнозирования инфляции и обоснование ее принятия ЦБ РА в 2006г. представлены в документе «Обоснование принятия Центральным банком Республики Армения стратегии таргетирования инфляции» (www.cba.am).

²⁹ B. Bernanke, Th. Laubach, F. Mishkin, A. Posen, *Inflation Targeting, Lessons from the International Experience*, Prinseton University Press. 1998, p. 4.

целенаправленной политики для устранения отклонений между целевым и прогнозным показателями³⁰.

При этом прогнозный уровень инфляции становится промежуточной целью центрального банка, поскольку он управляем со стороны ЦБ, понятен и измеряем для общества и уточняет направления денежно-кредитной политики. А управление прогнозным уровнем инфляции осуществляется посредством операционной цели.

Независимой денежно-кредитной политике не препятствует возможность свободного перемещения капитала, поскольку центральный банк может обеспечить стабильность цен, а свободное перемещение капитала может вызвать колебания в поведении обменного курса. Причем в условиях успешного управления низкой инфляцией возможность свободного перемещения капитала является дополнительным преимуществом для интеграции в процессы развития мировых экономик, обеспечения опережающего темпа производительности страны и т.д.

Тем не менее, осуществление независимой денежно-кредитной политики и политики свободно плавающего обменного курса не предполагает проведение центральными банками политики, не учитывающей поведение обменного курса. Как уже говорилось, для свободных экономик существуют пути прямого и косвенного воздействия обменного курса на инфляцию. В то же время было отмечено, что центральные банки могут воздействовать на обменный курс посредством управляемых ими операционных целей — денежной базы и процентных ставок, а также, в случае крайней необходимости,

³⁰ См. Inflation Report, Bank of England, February, 1996.

сделками купли-продажи валюты. Включение этих обстоятельств в одну общую модель дает центральным банкам возможность осуществлять процесс управления инфляцией сугубо посредством сделок во внутренней валюте, в которых обязательно учитывается поведение обменного курса и его влияние на инфляцию.

Однако из вышесказанного не становится ясно, как могут центральные банки, не ставя своей целью определенный уровень обменного курса, осуществлять политику таргетирования инфляции, когда существуют пути прямого и косвенного воздействия обменного курса на инфляцию.

Ответ на этот вопрос требует более обстоятельного обсуждения воздействия денежно-кредитной политики на реальные переменные экономики (реальный ВВП, безработица) и инфляцию.

Независимая денежно-кредитная политика и политика фиксированного обменного курса

Как уже отмечалось, такое сочетание независимой денежно-кредитной политики и политики фиксированного обменного курса возможно только при ограничении свободного перемещения капитала. Такое сочетание, прежде всего, ограничивает стремление стран, находящихся на переходной и развивающейся стадиях, поскорее интегрироваться в развитые экономики. Тем не менее, некоторые страны выбирают такую политику, придавая наибольшую важность внешней конкурентоспособности внутренней экономики. По существу, фиксируя обменный курс или управляя им, в то же время обеспечивая целевой показатель инфляции, страны имеют возможность влиять на поведение реального обменного кур-

са. Фактически, с ограничением свободного притока капитала появляется возможность избежать как ревальвации реального обменного курса, так и дилеммы высокой инфляции и снижения темпов ревальвации номинального обменного курса, о чем уже упоминалось. Избежание же ревальвации реального обменного курса непосредственно способствует тому, чтобы относительные цены на экспортируемые товары не росли, не снижалась их конкурентность, а значит и спрос на них.

Кроме того, что эта политика порождает ограничения роста экономики, обусловленного технологическим прогрессом, она приводит также к формированию нерыночного уровня реального обменного курса. И если впоследствии страна решит отказаться от этой политики, перейдя, например, к политике таргетирования инфляции, то реальный обменный курс должен быть скорректирован соответственно своему рыночному уровню, что может быть скачкообразным и весьма болезненным для экономики.

3.3. Денежно-кредитная политика и поведение обменного курса в долгосрочном и краткосрочном разрезе

Воздействие денежно-кредитной политики на реальные (реальный ВВП, безработица) и номинальные (инфляция, номинальная зарплата) переменные экономики в основном зависит от структуры рынков товаров и рабочей силы. Когда на этих рынках существует свободная конкуренция, их структура предполагает моментальную корректировку цен, зарплаты

в условиях существующих в экономике потрясений различного характера. Причем цены и зарплата корректируются таким образом, чтобы обеспечить полную занятость в экономике. В этих условиях денежно-кредитная политика считается нейтральной с точки зрения воздействия на реальные переменные экономики и любое изменение денежных агрегатов или процентных ставок оказывает свое прямое воздействие на номинальные переменные, в частности, инфляцию. По существу, денежно-кредитная политика не в состоянии сгладить колебания инфляции, поскольку возникающие в экономике потрясения в основном невозможно выявить заранее. Устанавливая определенный количественный рост денег или некоторый уровень процентных ставок, она может определить поведение инфляции в долгосрочном разрезе. Изложенное, преобладавшее до появления кейнсианской теории, в экономической теории выдвинули классики.

Согласно кейнсианской теории, на рынках товаров и рабочей силы существуют жесткости цен и зарплат в сторону их понижения, в условиях которых обеспечение полной занятости становится невозможным, и при наличии потрясений, снижающих спрос, возникает безработица. В процессе восстановления полной занятости экономики большая важность придавалась осуществлению денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Великая депрессия 1930-х годов в США породила серьезную полемику между двумя этими теориями. Причем, если утверждения классиков по поводу рынков свободной конкуренции, очевидно, не были оправданы, то кейнсианская теория не имела микроэкономических основ для доказательства утверждений относительно жесткостей на рынках.

С 1970-х годов эти две теории пересмотрели свои подходы, вследствие чего появились новоклассическое и новокейнсианское течения. Они пришли к заключению, что цены и зарплата действительно не корректируются в такой мере, чтобы полностью поглотить потрясения, и вследствие проявляющихся в экономике потрясений фиксируются отклонения от полной занятости и появляются бизнес-циклы. Однако их комментарии относительно причин неполной корректировки цен и зарплат не совпали. Согласно новоклассикам, это явление обусловлено наличием асимметричной информации. Когда в экономике происходит какое-либо макроэкономическое потрясение, например, увеличение внутреннего спроса, то предприятия приписывают это росту спроса на продаваемый ими товар и увеличивают частично цены, частично — объемы производства. А новокейнсианцы на микроэкономической основе доказали, что на товарных рынках существуют жесткости цен, поскольку предприятия, формируя свое оптимальное поведение, учитывают также затраты на быструю корректировку цен и считают целесообразным скорректировать цены после определенного промежутка времени. В этих условиях положительный шок спроса находит свое отражение в увеличении объемов производства. Обе теории сводят рост объема производства к сверхзанятости и росту реальных доходов. В результате последнего увеличиваются расходы экономики, что и приводит к росту уровня цен. Рост уровня цен, в свою очередь, сокращает реальные доходы, а следовательно, и расходы, формируя такой спрос на товары, который соответствует предложению товаров в условиях полной занятости.

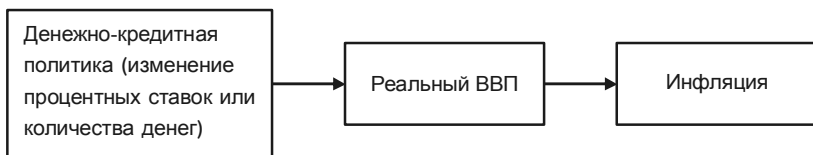
В результате с точки зрения денежно-кредитной политики

выдвигается важнейшее положение, согласно которому при условии номинальных (цены, зарплаты) и реальных (реальные зарплаты) жесткостей³¹ в краткосрочном разрезе возникают как циклические колебания экономики, так и зависимость инфляции от реальных переменных.

В этих условиях особую важность приобретает осуществление денежно-кредитной политики, поскольку она, посредством роста процентных ставок или сокращения количества денег, по причине того же наличия номинальных жесткостей, может влиять на реальный ВВП экономики, смягчая воздействие роста внутреннего спроса на инфляцию. В результате сокращается как нежелательный рост реального ВВП, так и влияние последнего на инфляцию.

Таким образом, проявляется передаточный механизм денежно-кредитной политики (рис. 3.1.), который и применяется для сглаживания циклических колебаний в экономике и в процессе управления инфляцией его посредством.

Рис. 3.1.



³¹ В дальнейшем изложении материала будет обсужден широко применяемый кейнсианский подход к возникновению бизнес-циклов, обусловленных жесткостями цен, поскольку он наиболее широко применяется в моделях передаточных механизмов денежно-кредитной политики. С учетом этого подхода была также сконструирована модель передаточных механизмов денежно-кредитной политики для РА.

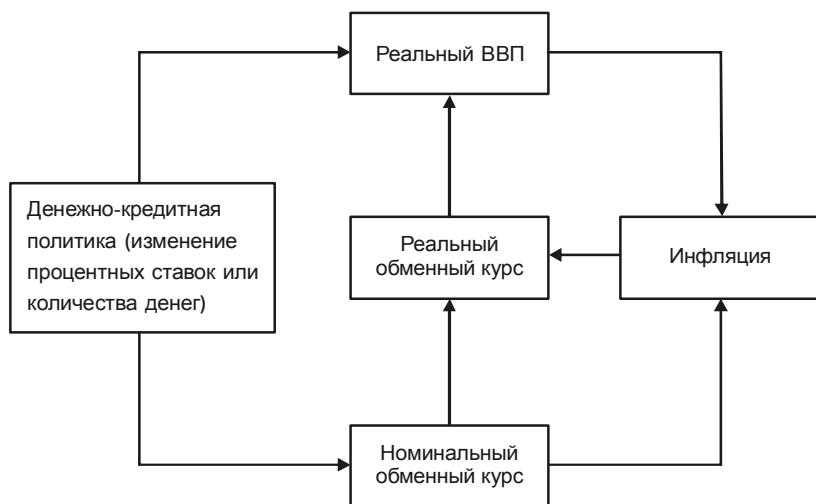
В условиях данного основного положения передаточного механизма денежно-кредитной политики сформировались стратегии денежно-кредитной политики: поначалу — таргетирования денежных агрегатов, а в настоящее время — таргетирования инфляции. Причем выбор последних преимущественно основывался на принципе сведения в краткосрочном разрезе к минимуму колебаний реального ВВП и инфляции.

Если применим вышеизложенное к открытой экономике, то в условиях отсутствия номинальных жесткостей, наряду с быстрой или моментальной корректировкой уровня цен, номинальный (реальный) обменный курс также должен корректироваться (для экспортируемого сектора), чтобы в экономике установилась полная занятость. В этих условиях денежно-кредитная политика вновь имеет нейтральный характер, чтобы регулировать краткосрочные колебания инфляции и реального обменного курса. Причем любое изменение процентных ставок или количества денег незамедлительно влияет не только на уровень цен, но и поведение номинального обменного курса. Последнее обусловлено тем обстоятельством, что в данном случае обменный курс является внешней ценой собственной валюты страны, и изменение ее количества, естественно, оказывает свое воздействие на эту цену. Однако внешняя цена собственной валюты (номинальный обменный курс) зависит также от изменений предложения иностранной валюты, из чего следует, что номинальный обменный курс определяется в результате не только денежно-кредитной политики, но и изменений предложения иностранной валюты в стране. Из изложенного следует, что установление центральным банком определенного уровня количественного роста денег или процентных ставок, направленное на обеспечение

определенного уровня инфляции в долгосрочном разрезе, не может однозначно формировать определенные уровни номинального и реального обменных курсов.

Касаясь реального обменного курса, отметим, что в условиях открытой экономики в долгосрочном разрезе реальный обменный курс определяется преимущественно фундаменталиями данной страны и зарубежья. В частности, при прочих равных условиях разница роста производительностей, длительный приток капитала (для стран, находящихся на переходном или развивающемся этапе) — важнейшие показатели, определяющие уровень обменного курса в долгосрочном разрезе. Обусловленное этими показателями поведение реального обменного курса часто называют равновесным реальным обменным курсом.

Рис. 3.2.



Однако, как отмечалось, современные экономические теории рассматривают денежно-кредитную политику преимущественно в аспекте наличия номинальных жесткостей, при проявлении в открытых экономиках двух дополнительных путей денежно-кредитной политики — прямого и косвенного передаточного механизмов обменного курса. Обобщенную картину передаточных механизмов денежно-кредитной политики малой открытой экономики можно представить следующим образом.

В этих условиях центральный банк также осуществляет свою основную функцию по управлению инфляцией, в которой учитываются как воздействие денежно-кредитной политики на изменение обменного курса, так и передаточные пути воздействия изменений обменного курса на инфляцию. Из сказанного следует, что центральный банк не определяет конкретный уровень обменного курса, а учитывает влияние изменений последнего на инфляцию в краткосрочном разрезе. В частности, для обеспечения внешней сбалансированности в условиях длительного притока капитала однозначно ревальвируются номинальный и реальный обменные курсы. Однако за счет роста спроса в результате номинальных жесткостей реальный ВВП превосходит уровень, соответствующий полной занятости, что впоследствии и оказывает воздействие на инфляцию. Задача центрального банка при таргетировании роста цен на товары внутреннего производства сводится к смягчению именно этого влияния и сведения колебаний инфляции к минимуму. Только в этой функции рассматривается воздействие осуществления соответствующей денежно-кредитной политики на обменный курс и влияние последнего на инфляцию. Задача немного иная, когда

центральный банк таргетирует рост цен на все потребительские товары (что постоянно и осуществлял Центральный банк РА). В этих условиях, когда ценообразование импортированных товаров протекает в условиях свободной конкуренции, предполагающей сохранение паритета покупательной способности и изменение цен импортированных товаров в соответствии с изменением обменного курса (сохранение закона единой цены), центральный банк в процессе управления общей инфляцией учитывает и это обстоятельство. При этом в случае притока капитала действия центрального банка будут относительно мягче, поскольку дефляционные явления, фиксируемые в части импортированных товаров, за счет ревальвации обменного курса компенсируют расширяющееся влияние положительного разрыва реального ВВП на инфляцию.

Здесь следует коснуться еще одной важнейшей проблемы. Современная экономическая теория и опыт стран свидетельствуют, что жесткости корректировки цен существуют также в процессе ценообразования импортированных товаров. То есть, закон единой цены в краткосрочном разрезе не соблюдается. Указанное явление заметно и в экономике РА, особенно в период 2004-2007гг., когда примерно 45-процентный темп ревальвации обменного курса не отразился на поведении роста цен импортированных товаров в той же степени. Как свидетельствуют модели передаточных механизмов малой открытой экономики, при подобных жесткостях обменный курс колеблется в значительно большей степени, чем это было бы в случае сохранения паритета покупательной способности. В частности, при длительном притоке капитала, когда ревальвация обменного курса не способствует снижению цен импортированных товаров, сдерживающие

действия центрального банка будут более строгими в плане регулирования инфляции, в результате чего обменный курс ревальвируется в большей степени, чем это было бы в случае гибкого ценообразования импортированных товаров. Причем чем выше степень жесткости, тем больше колебания обменного курса.

Таким образом, номинальный и реальный обменные курсы для открытых экономик также считаются основными макроэкономическими показателями, поведение которых определяется процессом обеспечения макроэкономической стабильности. Если для этого регулирования выбирается политика фиксированного обменного курса, то, естественно, устанавливается и поведение номинального обменного курса. В этом случае реальный обменный курс, как показатель, обеспечивающий сбалансированность, корректируется преимущественно за счет колебаний инфляции. При этом, поскольку корректировка цен на товары происходит медленнее, чем корректировка обменного курса, то в случае политики фиксированного обменного курса требуется более длительное время для восстановления сбалансированности.

Если для обеспечения макроэкономической стабильности выбирается независимая денежно-кредитная политика, то предметом регулирования становится показатель инфляции, а номинальный обменный курс колеблется таким образом, чтобы соответствующая корректировка реального обменного курса привела к формированию внешней сбалансированности.

Денежно-кредитная политика не определяет уровни реального и номинального обменного курса в долгосрочном разрезе, поскольку первый из них преимущественно обуславливается фундаменталиями страны, а номинальный обменный

курс определяется реальным обменным курсом и разницей уровней цен, сформировавшихся в данной стране и за рубежом.

Денежно-кредитная политика в процессе управления инфляцией влияет на поведение обменного курса только в краткосрочном разрезе — своими операциями, направленными на сведение к минимуму колебаний инфляции вокруг какого-либо целевого показателя.

Вопросы для самопроверки

1. Опишите, какие последствия имеет изменение обменного курса на макроуровне (передаточные пути обменного курса).
2. Как влияют на обменный курс операции текущего счета или счета капитала и финансов (опишите пути воздействия)?
3. Может ли центральный банк влиять на обменный курс, и если да, то какими путями?
4. Что обуславливает поведение обменного курса в краткосрочном и долгосрочном разрезе? Объясните.
5. Что является «невозможным триединством» при выборе политики?
6. Почему при фиксированном обменном курсе и свободном перемещении капитала невозможно иметь независимую денежно-кредитную политику?
7. В условиях свободного перемещения капитала, в каких случаях страны фиксируют свой обменный курс?

8. Какие формы фиксации обменного курса вы знаете?
9. Что мы имеем в виду, говоря о режиме управляемого плавающего обменного курса, и в каких случаях страны выбирают этот режим?
10. Что представляет собой таргетирование инфляции?
11. Почему в условиях таргетирования инфляции необходимо позволить, чтобы обменный курс плавал?
12. В каком случае страна может иметь одновременно независимую денежно-кредитную политику и фиксированный обменный курс? Почему?
13. При какой структуре рынков денежно-кредитная политика может быть нейтральной с точки зрения влияния на реальные переменные экономики? Почему?
14. Какая разница между кейнсианской и классической теориями?
15. Какие общности и различия существуют между новокейнсианской и новоклассической теориями?
16. Может ли денежно-кредитная политика влиять на реальные переменные при наличии в экономике номинальных и реальных жесткостей? Почему?
17. Может ли денежно-кредитная политика в долгосрочном разрезе влиять на поведение реального обменного курса? Почему?
18. В каком случае обменный курс может колебаться в большей степени — при наличии в экономике номинальных и реальных жесткостей или при их отсутствии? Почему?

ГЛАВА 4.

ВАЛЮТНАЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В АРМЕНИИ

4.1. Основные принципы и историческое развитие валютной и денежно-кредитной политики в Армении

Для того, чтобы представить на примере Армении процесс применения представленных теоретических положений, касающихся валютной и денежно-кредитной политики, прежде всего необходимо коснуться истоков возникновения валютной и денежно-кредитной политики Армении.

В 1991 году, после провозглашения независимости Армении, экономика подверглась ряду потрясений, каковыми были развал торговой и платежной систем между государствами бывшего Советского Союза, резкий спад объемов внешней торговли и др. В 1992 и 1993гг. ВВП сократился более чем на 60%, а цены возросли более чем в 110 раз. Введение драма в ноябре 1993г. Центральным банком РА наметило первые шаги политики стабилизации. Однако введение драма характеризовалось средой высокой инфляции, которая создавала атмосферу недоверия к национальной валюте. А если также учесть то обстоятельство, что дефицит текущего счета в 1994г. составлял 18,0% от ВВП, причем Центральный банк почти не имел инвалютных запасов для финансирования дефицита, то выбор политики плавающего обменного курса был единственно возможной альтернативой. В то же время предполагалось, что выбранный Арменией

путь стабилизации, наряду с общей либеральной идеологией, должен был по возможности оградить рынки иностранной валюты и капитала от ограничений.

В 1994г. вышеуказанные причины: внешняя несбалансированность, шаткая внутренняя экономика и малые объемы внешних запасов Центрального банка на начальном этапе не дали ЦБ возможности обеспечить стабильность драма, и он в 1994г. девальвировался на 31,2%. В этих условиях власти РА предприняли внедрение кредитных программ МВФ и Всемирного банка. Первый кредит программы структурных преобразований (STF – Systemic Transformation Facility) на сумму 16,875 млн СДР (SDR) Центральный банк получил в первом квартале 1995г., и в том же году был получен реабилитационный кредит Всемирного банка в размере 65,5 млн долларов США, в результате чего заметно возросли внешние резервы Центрального банка. По существу, Центральный банк уже имел возможность нейтрализовать излишки драма, возникшие в экономике вследствие финансирования крупного дефицита бюджета³². В конце 1995г. стали очевидны первые успехи, достигнутые вследствие действий ЦБ: показатель инфляции на конец периода составил всего 32,2% против 17,2% в 1994г., а девальвация драма с 31,2% снизилась до 36,2%.

Несмотря на этот успех, Центральный банк в последующие годы еще многое должен был сделать, и самым главным

³² В первые годы стабилизации ЦБ по объективным причинам (таким, как отсутствие государственных ценных бумаг и неразвитость финансового рынка) не имел полного набора инструментов денежно-кредитной политики, следовательно, для поглощения краткосрочной ликвидности в этот период эффективным было лишь применение инструмента валютных интервенций.

был выбор правильной денежно-кредитной стратегии. Страна стояла перед проблемой «невозможного триединства».

Было очевидно, что на начальном этапе для финансирования больших объемов импорта, структурных реформ в экономике, а следовательно, и ускорения впоследствии темпов экономического развития, для Армении был важен приток капитала. Если бы власти РА ограничили приток капитала в экономику, то долгосрочный стабильный рост экономики оказался бы под угрозой. Следовательно, в качестве среднесрочной цели ЦБ зафиксировал либерализацию операций по текущим счетам и счету капитала и финансов, а также создание и развитие внутреннего валютного рынка и создание предпосылок для интеграции банковской системы в международные финансовые системы.

Исходя из вышеизложенного, второй задачей стал выбор соответствующих режимов денежно-кредитной и валютной политики.

Если бы Центральный банк перешел к режиму фиксированного обменного курса и в качестве цели зафиксировал обменный курс, контролируя поведение последнего, это означало бы, что он взял на себя риски обменного курса и стал для участников рынка предсказуемым в своих действиях. Конечно, с одной стороны, это повышает предсказуемость поведения обменного курса для хозяйствующих субъектов и страхует их от колебаний обменного курса, однако, с другой стороны, страна становится более уязвимой для внешних потрясений и открытой для спекулятивных атак³³. Естественно, Армении, как стране с переходной экономикой, было

³³ Obstfield M., Rogoff K. "The mirage of fixed exchange rates", *Journal of Economic Perspectives*, 9 (Fall) 73-96 pp.

бы опасно и весьма затратно (как для Центрального банка, так и общества в целом) принять фиксирование обменного курса в качестве цели.

Мировой опыт показывает, что фиксирование обменного курса в развивающихся и переходных экономиках в основном эффективно на этапе борьбы с гиперинфляцией, которую Армения в 1995 году уже почти преодолела, и последующий этап уже касался создания необходимых предпосылок для финансовой стабильности.

С другой стороны, независимая денежно-кредитная политика и стабильность цен были важны для стабилизации инфляционных ожиданий в экономике, увеличения доверия к драму, следовательно, и обеспечения финансовой стабильности. Наряду с этим, высокая инфляция в экономике обычно вредит всем членам общества, и происходит сокращение реальной стоимости общественного богатства, углубление поляризации. В случае изменений обменного курса в экономике бывают как пострадавшие, так и выигравшие, потери и выигрыши которых могут покрывать друг друга: с точки зрения общественного богатства (при прочих равных условиях) изменений почти не будет.

Учитывая вышеперечисленные проблемы, стабильность цен была зафиксирована как конечная цель ЦБ, а для ее обеспечения ЦБ выбрал независимую денежно-кредитную политику и стратегию объемного регулирования денежных агрегатов. Конечно, Центральный банк имел возможность осуществлять одновременно независимую денежно-кредитную политику и политику фиксированного обменного курса, что, как уже отмечалось, было возможно только в условиях всеобъемлющего ограничения капитала. Однако в этот пе-

риод, в условиях низкого уровня имеющейся в РА конкурентной капиталовооруженности и резервов Центрального банка, эта политика рассматривалась как наихудший вариант. Ее последствием могло стать резкое замедление интеграции в мировую экономику, следовательно, низкий уровень экономического роста и возможные результаты несоблюдения зафиксированного уровня обменного курса.

В этом плане Центральный банк предпринял создание и развитие рыночных денежно-кредитных инструментов, а также свободное изменение обменного курса для корректировки внутренних и внешних несбалансированностей, оставив, однако, за собой право вмешательства в случае резких колебаний³⁴. Эти изменения были зафиксированы в принятом в 1996г. Законе РА «О Центральном банке РА» и 8-м Регламенте «Валютное регулирование и контроль в Республике Армения». Согласно этим нормативным актам, Центральный банк упразднил все валютные ограничения, связанные с операциями по текущим счетам и счетам капитала, что дало возможность достичь полной конвертируемости национальной валюты³⁵. А конвертируемость, в свою очередь, означает более эффективный инвалютный рынок, справедливое ценообразование и действенные стимулы, которые будут способствовать производству хозяйствующими субъектами экспортируемых и неэкспортируемых товаров и их потреблению, что, в свою очередь, обеспечивает быструю корректи-

³⁴ Вышеуказанное, по классификации валютных режимов МВФ (периодическое издание *Exchange Arrangements and Exchange Restriction*), считается свободно плавающим валютным режимом.

³⁵ Армения присоединилась к VIII статье Соглашения МВФ 27 мая 1997г., обязавшись не применять ограничений в отношении операций по текущим счетам.

ровку экономики и восстановление внутренней и внешней сбалансированности.

Можно констатировать, что выбранная политика дала свои результаты для обеспечения в экономике низкой инфляции и макроэкономической и финансовой стабильности, следовательно, создавая для хозяйствующих субъектов стабильную и предсказуемую макроэкономическую среду. Средняя годовая инфляция в 1997-2003гг. составила 4,5%, а если вычесть относительно высокую среднюю инфляцию 1997-98гг., то в 1999-2003гг. этот показатель составил 1,8%. За тот же период экономический рост в Армении составил 8,1%, а в 2000-2003гг. — 10,7%, что является достаточно высоким показателем для всех развивающихся стран.

Одновременно в указанный период в экономике наблюдался постепенный рост доверия к драму, что выражалось не только тем обстоятельством, что общество начало чаще использовать драм при покупке товаров и услуг, но и часть банковских сбережений начало хранить в драмах.

Что касается поведения обменного курса, то нужно констатировать, что наряду с созданием стабильной финансовой среды постепенно стабилизировались его колебания. А наряду с ослаблением инфляционных ожиданий в обществе ослаблялись также и девальвационные ожидания. Если в 1997г. средняя годовая девальвация обменного курса составляла 18,7%, то в 2003г. тот же показатель составил всего 0,9%.

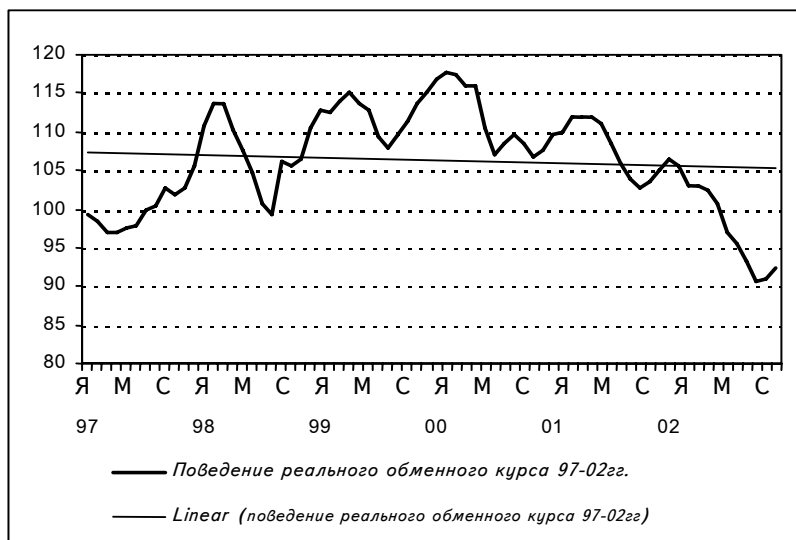
Одним из самых важных обстоятельств было то, что дефицит текущего счета, который в 1996-98гг. составлял в среднем 19,5% ВВП, в 2003 году снизился и составил 6,7% ВВП, а в 2004г. — 0,5%. Этому процессу также способствовала политика свободно плавающего обменного курса националь-

ной валюты, при которой обменный курс играл саморегулирующую роль в установлении внешней сбалансированности.

Отметим также, что в течение 1997-2003гг. тенденция номинального обменного курса драм РА/доллар США была понижающейся — в направлении девальвации.

Фактически Армении удалось обеспечить стабилизацию экономики и низкую инфляцию на основе принципов свободно плавающего обменного курса, что одновременно дало возможность более эффективно осуществлять перераспределение ресурсов между экспортируемым и неэкспортируемым секторами экономики и урегулировать колоссальный дефицит текущего счета платежного баланса. Об этом свидетельствует и поведение реального обменного курса в указанный период: обменный курс колебался вокруг стабильного уровня, обеспечивая экономическую сбалансированность.

Рис. 4.1.



4.2. Структурный сдвиг экономики Армении. Армения в контексте мирового развития

Со второй половины 2003г. в экономике РА стало заметно крупное структурное изменение, которое сопровождалось процессом ревальвации обменного курса драма. Последний стал результатом определенных развитий как во внутренней, так и в мировой экономике.

По существу, процесс ревальвации местной валюты по отношению к доллару США был замечен в экономике не только Армении, но и многих стран мира, включая страны СНГ. По мнению международных экспертов³⁶, процессу ревальвации отечественной валюты во многих странах способствовало ослабление доллара США, наблюдаемое в последнее время на мировых рынках.

Если попытаемся кратко представить факторы, заложенные в основу ослабления доллара США, то можем отметить крайне низкий уровень сбережений США: в условиях отрицательных сбережений домашних хозяйств и высокого уровня дефицита государственного бюджета. Все это приводило к крупному дефициту текущего счета США, ощутимому увеличению долларовых поступлений в других странах и накоплению достигающих огромных размеров сбережений, выраженных в долларах США. Естественно, долларовая масса во всем мире росла с большим размахом, что и послужило основой роста цен (ревальвации) товаров (и валют), выраженных в долларах США.

³⁶ Источники “The depreciating dollar-Winners and losers”, апрель, 06, 2004 (<http://www.valuenotes.com>), “US FOREX Summary – daily updates” (<http://www.fxstreet.com>), “World Economy – A depreciating Dollar” (<http://www.flonnet.com>):

Повальное ослабление доллара США в отдельных развивающихся странах произошло несколькими возможными путями притока капиталов: рост экспорта, увеличение инвестиций, улучшение условий торговли, увеличение притока денежных трансфертов.

В Армении также наблюдались эти явления, однако с точки зрения влияния на поведение обменного курса более существенными были денежные переводы и инвестиции (вес одних только текущих трансфертов в 2004-2007гг. достиг в ВВП в среднем 16,3% по сравнению с 8,8% в 1998-2003гг.)³⁷. Причем, хотя поток денежных трансфертов шел в основном из России, тем не менее, это было обусловлено высокими мировыми ценами на нефть. В частности, за счет роста цен на нефть, существенно увеличивались доходы армян диаспоры, осуществляющих из России денежные переводы из гуманитарных или инвестиционных побуждений³⁸.

С начала 2003г. до первого полугодия 2007г. около 57,2% (13,6 процентных пункта) общей ревальвации (23,7%) было обусловлено денежными переводами, и еще 26,4% (6,3 процентных пункта) — притоком капитала. Причем для Армении также, как уже отмечалось в главе 3, денежно-кредитная политика не может влиять на долгосрочный равновесный уровень реального обменного курса, а в краткосрочном разрезе его влияние ограничивается воздействием на номинальный обменный курс, который, в свою очередь, не влияет на

³⁷ См. рабочий документ ЦБ РА «Реальный равновесный обменный курс в Армении», Отчет инфляции, «Вестник ЦБ РА», 4-й квартал 2007г.

³⁸ Статистика и анализ свидетельствуют, что в России армяне вовлечены в неэкспортируемый сектор — строительстве и сфере услуг, которые поглощают возросший вследствие роста цен на нефть спрос.

реальный обменный курс в долгосрочном разрезе, и, следовательно, в долгосрочном разрезе сам обусловлен тенденциями реального обменного курса.

Причем, как уже отмечалось, ослабление доллара США — явление, присущее не только Армении, оно имеет место во всем мире, приводя к ревальвации реальных обменных курсов стран.

Вследствие такого внешнего потрясения все развивающиеся страны столкнулись с проблемой «невозможного триединства»: возникла необходимость сделать выбор между ограничением капитала, стабильностью обменного курса и стабильностью инфляции. В случае с Арменией вопрос ограничения капитала не было возможности даже обсуждать, поскольку денежный приток шел в виде частных трансфертов, то есть в виде безвозмездной помощи, и запрет или налогообложение этих трансфертов могли бы иметь очень тяжелые социальные последствия и существенно ограничить экономическое развитие.

Следовательно, с 2004г. страна стояла перед дилеммой: какому из показателей, инфляции или обменному курсу, отдать предпочтение.

Не отрицая важность обменного курса для экспорта, получателей трансфертов и имеющих долларовые сбережения, тем не менее, Центральный банк отдал предпочтение показателю инфляции, по следующим причинам:

- Прежде всего, в социальном аспекте инфляция более важный показатель, чем обменный курс, поскольку затрагивает все без исключения слои общества, а обменный курс — только имеющих отношение к внешнему сектору. Именно в этом причина того,

что центральные банки всех развитых стран таргетируют инфляцию, поскольку только низкая и стабильная инфляция оптимизирует уровень благосостояния общества.

- Второй не менее важный факт состоит в том, что, как показывает опыт развития более ста стран, стабильная инфляция — гораздо более важный фактор для долгосрочного экономического роста, чем стабильность обменного курса. В частности, в РА нынешняя высокая инфляция, обусловленная ростом мировых цен на потребительские товары, уже сейчас постепенно отражается на показателе роста процентных ставок. И если высокая инфляция сохранится в долгосрочном разрезе, то процентные ставки будут иметь гораздо более высокий уровень.
- В-третьих, свободно плавающий обменный курс является механизмом автоматической стабилизации внешней сбалансированности, что особенно актуально для стран, подобно Армении находящихся на переходном этапе.
- В-четвертых, фиксация обменного курса порождает риски, поскольку хозяйствующие субъекты в начальный период, не задумываясь о валютных рисках в отношениях с внешним сектором, накапливают в большом количестве обязательства, выраженные в иностранной валюте. В таких условиях даже небольшая неопределенность относительно возможности обеспечения фиксированного уровня обменного курса значительно повышает вероятность возникновения кризиса.

- В-пятых, стабильный обменный курс является миссией для спекулянтов, и подавляющее большинство кризисов происходят именно в условиях режимов привязанного или регулируемого плавающего обменного курса.
- Фиксация обменного курса снижает стимулы развития экспорта, поскольку выступает в качестве искусственного субсидирования экспорта со стороны государства, а также снижает стимулы улучшения конкурентоспособности продукции посредством инвестиций со стороны экспортеров и усиления рыночной конкуренции.
- Фиксированный обменный курс стимулирует явление долларизации, которое, в свою очередь, ограничивает эффективность денежно-кредитной политики.

Наконец, фиксирование обменного курса по отношению к доллару США впоследствии породило бы серьезнейшие проблемы, поскольку если бы доллар США начал ревальвироваться, армянский драм также ревальвировался бы по отношению к российскому рублю и евро (между тем, со странами, выпускающими эти валюты, осуществляется почти половина внешнего товарооборота РА (в 2006г. — 45,2%)). Фиксирование по отношению к евро также невозможно, поскольку со странами Еврозоны Армения не имеет свободных потоков капитала и рабочей силы, и в этих условиях существенно ослабевают возможности экономики противостоять внешним потрясениям. Что касается российского рубля, являющегося фиксированной валютой по отношению к доллару США и евро, то привязка к рублю механически передала бы Армении высокую российскую инфляцию — около 12% в год.

Очень важно отметить еще одно политическое соображе-

ние — власти Республики Армения не имеют возможности обеспечить стабильность денежных единиц других стран. Центральный банк РА может нести ответственность только за стабильность валюты РА — драм, являющуюся уровнем инфляции в стране.

С точки зрения инфляции и ревальвации обменного курса сравнительная картина Армении и других стран региона представлена в докладе международной рейтинговой организации Fitch Rating.

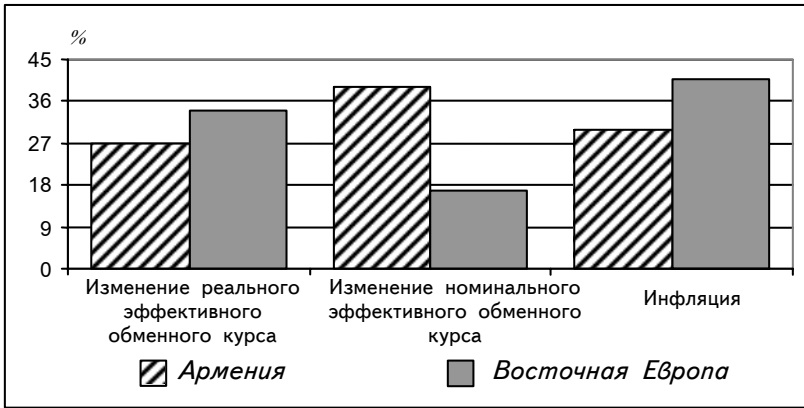
«Денежно-кредитная политика Армении, по сравнению с другими странами, более стабильна. Как и большинство стран Восточной Европы, Армения также зафиксировала существенную ревальвацию реального обменного курса, обусловленную внешним капиталом или сильным текущим притоком, что в случае Армении по сравнению с концом 2000г. составило 24% по сравнению с 35-процентной средней стоимостью в странах Восточной Европы³⁹ и 100-процентной — в России. В общем и целом, власти Армении предпочли меньшую часть этой корректировки перенести на внутреннюю инфляцию, а большую — на ревальвацию номинального обменного курса, по сравнению со сравниваемыми странами региона. 39-процентный уровень ревальвации номинального обменного курса драма РА в 2000-2007гг. ограничил кумулятивную инфляцию в пределах 30% по сравнению с составляющей 47% средней стоимостью в странах Восточной Европы и 61% в Грузии»⁴⁰.

Более образно сказанное представлено на рис. 4.2.

³⁹ Страны Восточной Европы (данные по которым известны) — Армения, Болгария, Хорватия, Чехия, Венгрия, Македония, Молдова, Польша, Румыния, Россия, Словакия и Украина.

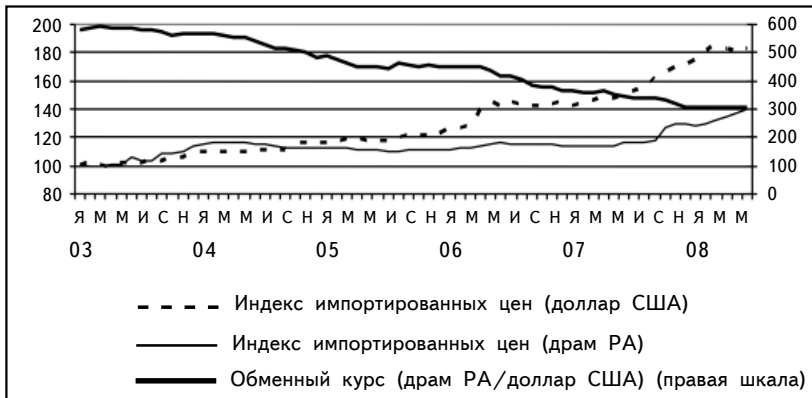
⁴⁰ См. Fitch Rating, Армения, 2008г., стр. 13.

Рис. 4.2.⁴¹



Фактически, в Армении предпочтение было отдано инфляции и было позволено, чтобы корректировка реального обменного курса и установление новой сбалансированности происходили посредством корректировки номинального обменного курса. Это видно также из рис. 4.3, где представлено, в какой мере ревальвация обменного курса сдержала рост цен на импортированные товары.

Рис. 4.3.



⁴¹ См. Fitch Rating, Армения, 2008г., стр. 14.

4.3. Роль и основные задачи Центрального банка РА

Центральный банк РА, параллельно с применением драмовых инструментов денежно-кредитной политики, постоянно осуществлял интервенцию, сочетание которой с независимой денежно-кредитной политикой и политикой свободно плавающего обменного курса в вышеизложенном контексте нуждается в определенных пояснениях.

Как уже отмечалось, политика свободно плавающего обменного курса не означает отсутствие валютных интервенций (купля-продажа валюты) Центрального банка на валютном рынке. Хотя экономики с развитым финансовым рынком стремятся свести к минимуму вмешательство Центрального банка на валютном рынке, тем не менее, они тоже в случае необходимости осуществляют валютные интервенции.

Проблема в том, как часто Центральный банк прибегает к осуществлению подобных операций в условиях политики свободно плавающего обменного курса и влияет ли Центральный банк в долгосрочном разрезе на тенденции поведения обменного курса.

В РА Центральный банк постоянно осуществлял валютные интервенции, однако они в основном были направлены на сглаживание колебаний обменного курса под воздействием разнообразных потрясений, а не воздействие на тенденции обменного курса. Причем бывали периоды, когда эти потрясения имели продолжительный характер, вследствие чего и осуществлялись неодноразовые интервенционные операции в том же направлении.

В частности, после начального периода формирования макроэкономической стабильности — в 1996-99гг. и в 2003г.

Центральный банк осуществлял в основном операции по продаже иностранной валюты. Это было обусловлено дефицитом госбюджета в 1996-99гг. в среднем 6% ВВП и соображениями сокращения роста денежной базы в 2003г. вследствие расходования средств фонда Линси. Около 90% дефицита госбюджета и 100% средств фонда Линси финансировались за счет внешних средств, и вследствие их обмена в Центральном банке на драмы и расходования, в те годы был зарегистрирован большой рост показателя денежной базы. Поскольку Центральный банк в этот период осуществлял стратегию количественного управления объемом денег, то интервенция преимущественно служила обеспечению программного показателя денежной массы и регулированию колебаний обменного курса, чем регулированию тенденций обменного курса. Причем Центральный банк для сокращения денежной массы осуществлял операции по продаже иностранной валюты, поскольку крайне низкий уровень финансового посредничества не давал возможности полностью опираться на применение драмовых инструментов. Даже по состоянию на 2003 год финансовое посредничество (рассчитанное как кредиты/ВВП) было очень низким, всего 5,6%, тогда как в странах СНГ оно колебалось в пределах 20%, в странах Восточной Европы — почти 50%, а в развитых странах составляло около 130% ⁴².

⁴² В страны СНГ были включены Азербайджан, Беларусь, Грузия, Казахстан, Кыргызстан, Молдова, Россия и Украина, в страны Восточной Европы — Словения, Словакия, Латвия, Эстония, Чехия, Польша, Венгрия, в число развитых стран — Новая Зеландия, Канада, Швеция, Объединенное Королевство, Австралия, Израиль, Исландия, Норвегия, Япония (источник — International Financial Statistics, International Monetary Fund).

Со второй половины 2004г. Центральный банк РА начал осуществлять операции по покупке иностранной валюты, поскольку в экономике происходили серьезные структурные сдвиги. В частности, темпы роста поступающих из-за рубежа трансфертов ускорились: в 2004-2007гг. средний темп роста составил 48,5%. Кроме того, увеличивался также приток капитала в части счета капитала и финансов платежного баланса. Все это приводило к увеличению спроса, причем в основном в части неэкспортируемых товаров.

Процесс ревальвации обменного курса, который ранее почти не наблюдался, и его продолжительный характер привели также к росту доверия к драму и постепенному снижению высокого уровня долларизации в экономике. Явление редолларизации, будучи явлением, не обусловленным ни доходными, ни расходными, ни макроэкономическими фундаменталиями, просто ревальвировало бы реальный обменный курс на каком-либо неравновесном уровне. В этих условиях Центральный банк должен был осуществить валютные интервенции, чтобы устранить ревальвацию реального обменного курса, обусловленную явлением редолларизации.

При этом Центральный банк не мог одними лишь драмовыми инструментами влить необходимые драмы для удовлетворения спроса на последние, возросшего вследствие редолларизации, поскольку это должно было сопровождаться снижением процентных ставок, что оказало бы дополнительное стимулирующее воздействие на спрос. В этот период рост частных трансфертов имел также доходное и расходное воздействие и угрожал обеспечению целевого показателя инфляции, и в этих условиях Центральный банк встал перед дилеммой: инфляция — номинальный обменный курс. Отдавая предпочтение своей главной цели — обеспечению ста-

бильности цен, Центральный банк в 2005г. постепенно повысил процентные ставки, при этом были неизбежны операции по покупке иностранной валюты. Тем не менее, эти сделки не были обусловлены одним лишь явлением редолларизации. Сглаживание колебаний обменного курса также было очень важно. Резкое ускорение темпа ревальвации, обусловленное колебаниями весьма краткосрочных потоков иностранной валюты, порой порождало неестественные ожидания хозяйствующих субъектов, что и увеличивало колебания обменного курса. С целью смягчения в том числе и указанных неблагоприятных проявлений, Центральный банк осуществлял операции по покупке иностранной валюты без намерения повлиять на тенденции обменного курса.

Итак, мотивы интервенций, осуществленных Центральным банком РА, в основных чертах представлены. Можно сказать, что интервенции постоянно были направлены или на регулирование количества денег, или устранение нежелательных последствий редолларизации, или же смягчение колебаний обменного курса.

Такое поведение созвучно политике свободно плавающего обменного курса, и можно констатировать, что Центральный банк РА, проводя эту политику, в рамках своих функций соблюдал те необходимые принципы, которые необходимы для осуществления политики свободно плавающего обменного курса.

На нынешнем этапе Центральный банк Армении стоит перед новыми вызовами. Развитие финансовой системы и увеличение финансового посредничества — веления времени, посредством которых необходимо увеличить эффективность рычага процентной ставки, что ослабит влияние рычага обменного курса. Последний в долгосрочном разрезе сделает

инфляцию управляемой, поскольку ослабнет воздействие внешних потрясений на рост цен.

Другой важной задачей является обеспечение низкого уровня долларизации. Согласно исследованиям⁴³ Центрального банка, уровень долларизации в настоящее время стремится примерно к 20% (рассчитанный как вес инвалютных вкладов в общих вкладах) по сравнению с зарегистрированными в конце 2007г. 46%. Сохранение и стимулирование этой тенденции также является одной из самых важных задач Центрального банка РА, в результате чего существенно ослабнет зависимость хозяйствующих субъектов от колебаний обменного курса и повысится эффективность денежно-кредитной политики.

В общем и целом, переход к таргетированию инфляции и развитие финансового посредничества открывают перед страной как новые возможности, так и делают вероятным возникновение больших рисков. Страны с высокой степенью финансового посредничества в настоящее время, помимо задач сохранения инфляции, серьезнейшим образом обеспокоены также проблемами финансовой стабильности. А последние являются существенным вызовом для всего мира. В условиях наблюдаемого в последнее время подорожания продовольственных и энергетических товаров, вызванного кризисом ипотечных кредитов в США, мир стоит перед проблемой обеспечения краткосрочной финансовой стабильности, которую необходимо решить, не подвергая опасности долгосрочную стабильность инфляции. Эта проблема особенно актуальна и для Армении, и на это должна быть направлена политика Центрального банка.

⁴³ См. А.Даллакян, «Мотивы долларизации в Армении», «Отчет об инфляции», второй квартал 2008г.

Вопросы для самопроверки

1. Опишите экономическую ситуацию в Армении в первые годы независимости.
2. Почему был выбран режим плавающего обменного курса в условиях независимой денежно-кредитной политики и свободного перемещения капитала? Прокомментируйте.
3. По мировому опыту стран, в каком случае выбирается режим фиксированного обменного курса?
4. Почему для малой открытой экономики опасна фиксация обменного курса, если страна не находится в денежном союзе?
5. Какую денежно-кредитную стратегию избрал на начальном этапе Центральный банк РА, увенчалась ли она успехом? Опишите.
6. Какие структурные сдвиги наблюдались в экономике РА с 2003г. и чем это было обусловлено?
7. Как отразилась международная ситуация на экономике РА? Перед какой проблемой встал Центральный банк?
8. Почему в условиях дилеммы «инфляция - обменный курс» в 2004г. Центральный банк вновь отдал предпочтение инфляции? Представьте семь причин.
9. Почему Центральный банк отдает предпочтение показателю инфляции?
10. Опишите интервенционную политику ЦБ РА, действительно ли она была созвучна принципам теории, рассмотренной в предыдущих главах?
11. Почему в результате процесса редолларизации невозможно одними лишь драмовыми инструментами влить в экономику необходимые деньги? Каковы опасности?
12. Каковы нынешние проблемы и вызовы ЦБ РА?

ПРИЛОЖЕНИЕ

Взаимосвязь внутреннего и внешнего реального обменного курса

Для того, чтобы представить теоретическую взаимосвязь внутреннего и внешнего реального обменного курса, предположим, что существуют две страны — отечественная и иностранная. Если взвешенные геометрические средние индексов двух цен экспортируемых и неэкспортируемых товаров — внутренних и внешних, отражаются соответствующими весу неэкспортируемых товаров a и b , то

$$P_{Gf} = P_{Nf}^a \times P_{Tf}^{1-a} \quad (1)$$

$$P_{Gd} = P_{Nd}^b \times P_{Td}^{1-b} \quad (2)$$

где $0 < a < 1$ и $0 < b < 1$:

Двусторонний внешний реальный обменный курс между данной страной и иностранным государством, как уже отмечалось в формуле 1.4, рассчитывается по следующей формуле:

$$RER = \frac{E_{dc} \times P_{Gf}}{P_{Gd}} \quad (3)$$

Помещая в уравнение 3 уравнения 1 и 2 и совершая некоторые преобразования, получим:

$$\mathbf{RER} = \frac{(\mathbf{P}_{Nf}/\mathbf{P}_{Tf})^{\alpha}}{(\mathbf{P}_{Nd}/\mathbf{P}_{Td})^{\beta}} \times \frac{\mathbf{E}_{dc} \times \mathbf{P}_{Tf}}{\mathbf{P}_{Td}} \quad (4)$$

Поскольку, по определению, соотношение цен экспортируемых и неэкспортируемых товаров в стране является реальным внутренним обменным курсом страны (IRER):

$$\mathbf{IRER}_D = \mathbf{P}_{Td}/\mathbf{P}_{Nd} \quad (5),$$

$$\mathbf{IRER}_F = \mathbf{P}_{Tf}/\mathbf{P}_{Nf} \quad (6),$$

а соотношение цен экспортируемых товаров в данной стране и зарубежном государстве является реальным внешним обменным курсом страны по линии экспортируемых товаров (RERT):

$$\frac{\mathbf{E}_{dc} \times \mathbf{P}_{Tf}}{\mathbf{P}_{Td}} = \mathbf{RERT} \quad (7)$$

то поместив теперь в уравнения 4 уравнения 5 и 6, получим:

$$\mathbf{RER} = \frac{\mathbf{IRER}_F^{-\alpha}}{\mathbf{IRER}_D^{-\beta}} \times \mathbf{RERT} = \frac{\mathbf{IRER}_D^{\beta}}{\mathbf{IRER}_F^{\alpha}} \times \mathbf{RERT} \quad (8)$$

При упрощенном варианте, когда закон единой цены применим к экспортируемым товарам, то есть, когда нет таможенных пошлин и прочих операционных расходов, цены на экспортируемые товары для внешней торговли внутри страны уравниваются с их ценами за рубежом, помноженными на обменный курс страны. То есть, внешний реальный обменный курс для экспортируемых товаров равен единице.

При подобном предположении внешний реальный обменный курс уравнивается с соотношением внутренних реальных обменных курсов внешнего мира и данной страны⁴⁴:

$$RER = \frac{IRER_D^\beta}{IRER_F^\alpha} \quad (9)$$

Логарифмируя две стороны уравнения и дифференцируя их, для малых изменений получим:

$$\overline{RER} = \beta \times \overline{IRER_D} - \alpha \times \overline{IRER_F} \quad (10)$$

Как показано в формуле 10, внутренний и внешний реальные обменные курсы могут отклоняться друг от друга и не быть параллелями. Если принять внутренний реальный обменный курс внешнего мира как неизменный, то внутренний и внешний реальные обменные курсы страны будут меняться пропорционально, в противном случае они могут в некоторых случаях меняться даже разнонаправленно. Однако в действительности, предполагая, что внутренний реальный обменный курс внешнего мира существенно не меняется, если это развитая страна, получим, что внешний реальный обменный курс прямо пропорционален внутреннему реальному обмену курсу.

⁴⁴ В модели двух стран экспорт одной страны является импортом другой, и цены P_{Tf} и P_{Td} представляют одну и ту же товарную корзину. В случае модели многочисленных стран внешние страны могут торговать друг с другом, как и с данной страной, и корзины выставляемых ими на продажу товаров могут отличаться друг от друга. В подобном случае внешний реальный обменный курс для выставляемых на продажу товаров не сравнивается с единицей, и в уравнении 9 получим фактическое отклонение в виде эконометрической ошибки.

ПЕРЕЧЕНЬ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Hinkle L. E. and Montiel P. J. (1999), "Exchange Rate Misalignment" World Bank Research Publication, Oxford Univ. press
2. Perkins D. H., Radelet S., Snodgrass D. R., Gillis M. and Roemer M. (2001), "Economics of Development", W.W. Norton & Company, Fifth Edition
3. Krugman P. R. and Obstfeld M. (2000) "International Economics" Addison-Wesley, Fifth Edition
4. Montiel P. J. (2003), "Macroeconomics in Emerging Markets", Cambridge Univ. press
5. Sarno L. and Taylor M. P. (2008), "The Economics of Exchange Rates" Cambridge Univ. press
6. Gali and Monacelli (2002), "Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy" NBER Working paper No 8905
7. Monacelli, T. (2005), Monetary policy in a low pass-through environment, Journal of Money, Credit, and Banking, 37, 1047-1066.
8. Obstfeld, M. and Rogoff K. (1996), Foundations of International Macroeconomics, MIT Press.
9. Walsh C. (2003), "Monetary Theory and Policy", MIT Press, Cambridge MA, second edition
10. Dornbusch R. (1980) "Open Economy Macroeconomics" Cambridge Univ. press
11. Obstfeld M. and Rogoff K. (1995), "The mirage of fixed exchange rates". Journal of Economic Perspectives" 9 (Fall)
12. Bernanke B. and Woodford M. (2005), "The Inflation-Targeting Debate". National Bureau of Economic Research Studies in Business Cycles; Volume 32
13. Dornbusch R. "Purchasing Power Parity", in The New Palgrave: A Dictionary of Economics (New York: Stockton Press, 1988)
14. Cassel G. "The Present Situation of Foreign Exchanges", Economic Journal, march 1916

15. Cassel G. "Abnormal Deviations from International Exchanges", *Economic Journal*, December 1918
16. Isard P. "How Far Can We Push the Law of One Price?", *American Economic Review* 69, December 1977
17. Kravis I. B. and Lipsey R. E. "Price Behavior in the Light of Balance of Payments Theories", *Journal of International Economics* 8, May 1978
18. Froot K. A. and Rogoff K. "Perspectives on PPP and Long-Run Real Exchange Rates", in Gene M. Grossman and Kenneth Rogoff, eds. *Handbook of International Economics*, Vol. 3, Amsterdam, North-Holland Publishing Company, 1995
19. Genberg H. "Purchasing Power Parity under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Journal of International Economics* 8, May 1978
20. Frenkel J. A. "The Collapse of Purchasing Power Parities During 1970s", *European Economic Review* 16, 1981
21. Cumby R. E. and Obstfeld M. "International Interest Rate and Price Level Linkages Under Flexible Exchange Rates: A Review of Recent Evidence", in Bilson J. F. O. and Martson R., eds., *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, University of Chicago Press, 1984
22. "Why Buyers in Tokyo Spend \$5500 Less for UK-Built Nissan", *Financial Times*, 5-Oct-1992
23. Mussa M. "Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates; Evidence and Implications" in Brunner K. and Meltzer A. H., eds. "Real Business Cycles, Real Exchange Rates and Actual Policies", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 25, Amsterdam, The Netherlands, 1986
24. Frankel J. A. and Rose A. K. "A Panel Project on Purchasing Power Parity: Mean Reversion Within and Between Countries", *Journal of International Economics* 40, Feb-96
25. O'Connell P. "The Overvaluation of Purchasing Power Parity", *Journal of International Economics* 44, Feb-98
26. Balassa B. "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", *Journal of Political Economy* 72, Dec-64

27. Samuelson P. "Theoretical Notes on Trade Problems", Review of Economics and Statistics 46, May-64
28. Viner J. "Studies in the Thoery of International Trade", New-York, Harper & Brothers, 1937
29. Marsh I., Tockarick S. P., "Competitiveness Indicators: A Theoretical and Empirical Assessment" IMF Working Paper WP/94/29, IMF 1994
30. Salter W.E.G. "Internal Balance and External Balance: The Role of Price and Expenditure Effect" Economic Record, vol. 35, 1959
31. Swan T. W. "Economic Control in a Dependent Economy", Economic Record, vol. 36, 1960
32. Corden W. Max "Inflation, Exchange Rates and the World Economy" , Oxford University Press, 1981
33. Federal Reserve Bank of Kansas City "The Greenspan Era: Lessons for The Future" 2005
34. Bernanke, Laubach Th., Mishkin F., Posen A. Inflation Targeting, Lessons from the International Experience, Prinseton University Press. 1998
35. Inflation Report, Bank of England, February 1996
36. Fitch Ratings, Armenia, 2008
37. Даллакян А., Григорян В. Побудительные причины долларизации в Армении. «Вестник ЦБ РА» (второй квартал 2008г.) www.cba.am
38. Даллакян А., Григорян В. «Реальный сбалансированный обменный курс в Армении». Рабочий документ ЦБ РА. Отчет ЦБ РА об инфляции за 3-й квартал 2007г. www.cba.am
39. «Обоснование принятия Центральным банком Республики Армения стратегии прогнозирования инфляции» www.cba.am
40. www.worldbank.org
41. www.economist.com
42. www.valuenotes.com
43. www.fxstreet.com
44. www.flonnet.com

ТИГРАН САРКИСЯН

**РОЛЬ ОБМЕННОГО КУРСА
В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ**

(Учебное пособие)

TIGRAN S. SARGSYAN

**THE ROLE OF EXCHANGE RATE
IN MONETARY POLICY**

(Manual for the students)

Перевод Якова Левина

Редактор русского издания Армен Абрамян

Верстка и оформление Микаела Мириджаняна