

МОНЕТАРНЫЕ СОЮЗЫ: ВЫГОДЫ И ИЗДЕРЖКИ

Дмитрий Крук*

Резюме

В работе анализируется гипотетическое объединение денежных систем Беларуси и России. Рассматривается зависимость между механизмами обменного курса и монетарным союзом. Исследуется влияние монетарного союза на экономику Беларуси через призму долгосрочных и краткосрочных факторов. Показано, что одним из результатов объединения валют может стать стабильное сальдо платежного баланса в краткосрочном периоде. Более подробно, качественно и эконометрически, анализируются статьи платежного баланса и их наиболее вероятная динамика при объединении валют. Применение стандартных эконометрических методов оценки, а также коинтеграционного анализа позволяет сделать вывод о неоднозначной зависимости между обменным курсом белорусского рубля и показателями внешнеэкономической деятельности. Сделан вывод, что при объединении валют сальдо платежного баланса будет иметь тенденцию к консервации на значительном отрицательном уровне.

Классификация JEL: C1, C5, E42, F15

Ключевые слова: монетарный союз, плавающий и фиксированный обменный курс, платежный баланс

1. ВВЕДЕНИЕ

Динамика развития как мировой экономики, так и мировой политической системы свидетельствует о том, что сегодня четко вырисовывается облик глобализации как доминирующей тенденции современного мира. В последние годы этот процесс все больше принимает экономические очертания. И, несмотря на тесную и очевидную обусловленность данного процесса политической конъюнктурой, есть все основания рассматривать экономическую интеграцию вне зависимости от политики.

Наглядным проявлением экономической интеграции можно считать пример создания и развития ЭВС (экономический и валютный союз государств-членов ЕС). Европейская интеграция, безусловно, создала прецедент для современного мира. На основании данного факта, интеграция – как в политическом, так и в экономическом плане – стала рассматриваться в качестве неотъемлемой составляющей современного развития. Поэтому неслучайно, что для претворения в жизнь «белорусского экономического чуда» в ранг необходимого условия были возведены интеграционные процессы с Россией.

* Магистрант экономического факультета Белорусского государственного университета, e-mail: dekruk@tut.by. Автор выражает признательность И.В. Пелипасю, Е.Э. Васильевой, Ю.В. Валевичу, А.С. Чубрику и В.И. Тарасову, за помощь при подготовке данной статьи к публикации.

Однако рассмотрение всех интеграционных политических и экономических факторов «единым пакетом» зачастую лишено всякого здравого смысла. Необходимо выявить доминирующую и второстепенную составляющие интеграционного процесса. Например, если экономически целесообразным признано объединение валютно-денежных систем двух стран, то, во-первых, этой цели должны соответствовать и другие экономические параметры (допустим, вопросы торговой и таможенной политики), и, во-вторых, на второй план должны отойти геополитические факторы (единое законодательство, единые вооруженные силы). Говоря математическим языком, задается целевой эндогенный параметр, остальные же становятся экзогенными. Что касается нашей страны, то для нее характерна противоположная ситуация. Отбрасывая политические факторы, в дальнейшем мы примем допущение, что таким эндогенным параметром является объединение валютно-денежных систем (монетарный союз).

Но и при этом условии выбор верного направления исследования представляется весьма затруднительным, поскольку очевидна большая степень утопичности монетарного союза между Беларусью и Россией в первоначально предложенном формате. Даже на поверхностном и интуитивном уровне, без глубокого анализа данного вопроса, к этому выводу можно прийти, основываясь на несопоставимости экономических потенциалов двух стран. Вместе с тем такой вывод, безусловно, нуждается в детальном обосновании. Проводить анализ целесообразности монетарного союза можно по нескольким направлениям. В частности, можно проанализировать, созданы ли определенные предпосылки, то есть достигнуты ли необходимые условия для объединения денежных систем. Такой подход до недавнего момента являлся доминирующим. При этом вопрос о том, нужен ли этот союз в принципе, какова его экономическая целесообразность, априори был вторичен или не поднимался вообще.

По нашему мнению, ответ на этот вопрос следует искать, выяснив следующие моменты: 1) необходим ли монетарный союз как экономическое явление сам по себе; 2) явно ли выгоды от его создания перевешивают альтернативную упущенную выгоду; 3) зависит ли перспектива от типа выбираемого объединения денежных систем; 4) каковы движущие мотивы создания подобных союзов, ведут ли они к главной экономической цели – долгосрочному экономическому росту, увеличивают ли его темпы; 5) каким образом влияет единая денежная система на другие важнейшие экономические показатели; 6) насколько обеспечена экономическая безопасность союза, то есть является ли он устойчивым по своей сути, не заложены ли в его основу саморазрушающие принципы.

Таким образом, предлагаемый нами алгоритм анализа можно представить следующим образом:

- Теоретический анализ проблемы, направленный на выяснение общей заинтересованности потенциальных партнеров в монетарном объединении сквозь призму выгод и издержек от такого союза.
- Эмпирический анализ влияния объединения денежных систем на основные экономические индикаторы. В качестве объекта анализа на этом эта-

пе можно рассматривать платежный баланс (постатейно). Во-первых, введение монетарного союза в первую очередь будет отражаться на внешнеэкономических показателях, которые оптимально отслеживаются через счета платежного баланса. Во-вторых, опосредованное влияние на внутренние показатели также удобно рассматривать через взаимосвязь внешнего (платежного баланса) и внутреннего секторов.

И лишь после этого стоит детально рассмотреть степень готовности экономик к денежному союзу. Однако следует отметить взаимную обусловленность и взаимозависимость всех трех составляющих анализа.

2. ПРИЧИНЫ И ПОСЛЕДСТВИЯ ЗАКЛЮЧЕНИЯ МОНЕТАРНЫХ СОЮЗОВ

Рассмотрение данного вопроса уместно начать с краткого ретроспективного анализа монетарных союзов, имевших место в истории, несмотря на то что экономика в целом и мировая денежно-валютная система в частности претерпели существенные изменения. Таким путем мы сможем выделить наиболее общие закономерности, «очищенные» от влияния сегодняшней макроэкономической среды. И именно через данные закономерности можно анализировать перспективу современных союзов в денежной сфере.

Изначально определимся с типами союзов, которые позволяют учитывать специфику каждого из объединений (рис. 1). В случае национального монетарного союза характерной чертой является неразрывность политического и монетарного суверенитета. Как правило, здесь границы политического государства и валютной зоны совпадают. Общей чертой для этой группы является историческая обусловленность: единая валюта возникла при объединении первоначально раздробленного государства после своего рода стабилизационного периода, который предполагал четкую фиксацию обменного курса между валютами малых государств. При этом прослеживалась тенденция к появлению лидера и ведомых. В силу большего экономического потенциала валюта лидера становится главной, и на нее ориентируются ведомые.

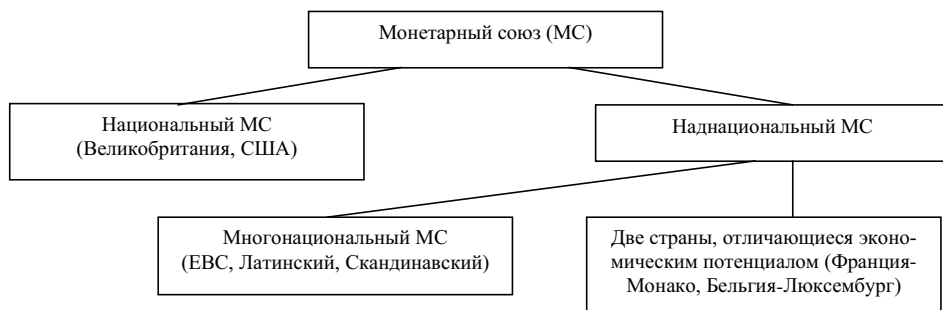


Рис. 1. Типы монетарных союзов

Затем происходит окончательный переход на валюту лидера. Такой сценарий развития наблюдался в 1860–1870 гг. в Италии и Германии. Характерной чертой монетарных союзов этих стран изначально стал политический фактор, а именно объединение малых государств в одно крупное. Практически идентичная ситуация была характерна и для США, и можно отметить, что они до сих пор выступают в качестве примера национального монетарного союза. На первый взгляд ситуация в Великобритании отличается от выше обозначенного сценария, так как коммерческие банки Шотландии до сих пор эмитируют банкноты, но, во-первых, они равнозначны в обращении с английским фунтом, а во-вторых, в своей эмиссии они ограничены необходимостью наличия резерва в виде фунта. То есть в данном случае можно говорить как о привязке к фунту, так и о единой валюте, поскольку эта ситуация не является стопроцентным проявлением ни первого, ни второго. Но в любом случае, денежную систему Великобритании можно охарактеризовать как классический пример национального денежного союза, потому что в качестве необходимого и достаточного условия национального валютного союза выступает единственный орган денежной власти, которая выражается в монопольном праве денежной эмиссии.

В случае наднационального союза, который является объектом нашего анализа, международное валютное сотрудничество нескольких независимых государств основано на фиксации обменных курсов валют. Валюта каждой из стран, состоящих в данном союзе, может быть беспрепятственно обменена по зафиксированному курсу на другую валюту. Высшей формой проявления такого союза может служить единая валюта, являющаяся законным платежным средством на территории всех стран-членов. При этом следует отметить негласное правило такого типа союзов XIX века – отсутствие единого органа денежной власти или, говоря современным языком, единого Центрального банка, определяющего денежно-валютную политику на территории всего союза.

Далее, следует выделить тип монетарных союзов, свойственных для XX века. Условно назовем этот тип «большая – малая страна». Здесь, на наш взгляд, можно избежать подробного рассмотрения, так как основные причины создания союза схожи. Главной особенностью таких союзов является несопоставимость экономик двух стран. Как правило, это близкие по географическому положению страны, одна из которых значительно превосходит другую по экономическому потенциалу. Вследствие этого, в данном случае, вопрос о двойственном или коллегиальном управлении денежной сферой не стоит. Он однозначно решается в пользу большой страны. То есть весь вопрос в данном случае сводится к одному: перевешивают ли все выгоды от монетарного союза для малой страны потерю права самостоятельного определения денежно-валютной политики.

Если мы посмотрим на основные мотивы заключения монетарных союзов в XIX–XX вв., которые актуальны и сегодня, то можно выделить следующие цели (которые также можно трактовать как последствия):

- 1) достижение равновесия на денежном рынке;

- 2) введение системы четкой фиксации валютного курса в целях расширения межстрановой торговли¹;
- 3) снятие барьеров на пути свободного перелива капитала внутри союза;
- 4) снижение транзакционных издержек при совершении всех видов обозначенных операций;
- 5) устранение неравновесия в финансовых потоках между странами;
- 6) политический климат.

Для того чтобы ответить на вопрос о целесообразности монетарного союза, мы можем сопоставить его позитивные и негативные последствия, то есть выгоды и издержки. Разобьем их условно на B (benefits) и L (losses). В качестве B на данный момент можно рассматривать приведенные выше семь пунктов.

Что касается издержек, то на данный момент можно выделить лишь один фактор, определяющий L . Это необходимость единого органа управления союзом, что означает отказ государств от проведения собственной монетарной политики. Во всех исторических случаях² причиной развалов союзов служила именно разобщенность, несовместимость монетарной политики центральных банков.

Эту проблему можно рассмотреть и с точки зрения теории игр. Допустим, у нас имеется два государства с зафиксированными друг относительно друга обменными курсами. Следовательно, у каждого из них есть возможность получить доход от сеньоража, просто увеличив количество денег. Иначе говоря, налицо два игрока и игра с нулевой суммой. В результате каждый игрок выберет вариант увеличения предложения денег, чтобы опередить своего соперника. В такой ситуации возможны два исхода. Первый – выход из игры, то есть разрушение монетарного союза. Второй – введение новых правил игры, лишающих стимула «выиграть за счет другого». В нашем случае – это единый орган, определяющий монетарную политику.

Здесь следует отметить различие между подходом к единому монетарному управляющему органу в историческом и современном контекстах. Если ранее под эмиссией преимущественно понималась исключительно эмиссия бумажных денег, то на сегодняшний день следует дополнять это понятие кредитной эмиссией. В принципе можно представить ситуацию с несколькими эмиссионными центрами, когда четко определены нормы эмиссии кредитных ресурсов³. Такой механизм увеличения денежной массы априори делает эмиссию гласным и прозрачным процессом. Однако в данном случае пределы варьирования монетарной политики отдельным центральным банком ограничены именно договорными нормами. Следовательно, возможности монетарной политики значительно сужаются по сравнению со случаем ее самостоятельного проведения. Существование же нескольких эмиссионных центров

¹ В данном случае четкую фиксацию и единую валюту мы рассматриваем как синонимы.

² Латинский и Скандинавский монетарные союзы.

³ На наш взгляд, не стоит пренебрегать возможностью превышения норм эмиссии одним из ЦБ в обход соглашений. Потому даже формальным образом единый монетарный орган будет гарантировать отсутствие таких нарушений.

в данном случае скорее будет формальным, то есть они будут сосуществовать лишь де-юре. Де-факто же грань довольно тонка, и мы можем по-прежнему говорить о едином источнике проведения монетарной политики. Отсюда единый орган денежной власти – это обязательное условие существования валютного союза, при котором его цели превращаются в последствия. Но, повторимся, что в нашем анализе данное условие будет отнесено к числу издержек, которые несет государство, лишаясь возможности самостоятельно проводить валютно-денежную политику.

Теперь попытаемся дать ответ на вопрос: нужен ли монетарный союз в принципе? Обратимся к выделенному нами типу многонационального монетарного союза. Несмотря на то что мы неизбежно сталкиваемся с проблемой практической количественной оценки перечисленных составляющих, мы можем предположить, что выгоды весьма высоки (прежде всего, опираясь на неизбежную активизацию торговых отношений и снижение транзакционных издержек). С другой стороны, мы можем говорить о невысоком уровне L для данного типа союза. Это происходит постольку, поскольку в многонациональном союзе единая монетарная политика, как правило, определяется коллегиально, то есть с учетом интересов всех участников (в той или иной степени). Следовательно, такая страна не теряет окончательно возможность лоббирования своих интересов в монетарной сфере, и можно говорить, что издержки L относительно невелики (тем меньше, чем мощнее лобби). Таким образом, на основании качественного анализа можно предположить, что в данном случае $B - L > 0$. Очевидно, что возможность монетарного союза признается целесообразной при, как минимум, $F(B, L) \geq 0$. То есть, отвечая на первый из поставленных нами вопросов (необходим ли монетарный союз вообще без учета конкретных мер и затрат по его достижению), мы приходим к выводу, что в случае многонационального союза валютный союз теоретически может выступать как эффективная экономическая форма⁴.

Следует заметить, что некоторые из выделенных выше последствий монетарного союза сами по себе ведут к увеличению темпов экономического роста, однако их действие ограничивается краткосрочным периодом. Вообще же, с точки зрения макроэкономики, мы можем говорить как о кратко- и среднесрочных, так и о долгосрочных тенденциях экономического роста. Факторы долгосрочного экономического роста являются объектом дальнейшего исследования в контексте проблем монетарного союза.

3. МОНЕТАРНЫЙ СОЮЗ И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

Рассмотрение данной проблемы начнем с выделения основных факторов экономического роста:

- рост количества отработанных часов;
- рост человеческого капитала;
- рост физического капитала;

⁴ Случай «большая – малая страна» рассматривается в заключении.

- улучшение в отраслевом распределении труда и капитала;
- лучшее использование экономии от масштаба;
- инновации, улучшение технологии и методов управления.

Рост объема использования труда тесно связан с его производительностью. Ее можно получить, разделив рост общего выпуска на рост общего количества отработанных часов. Три последних фактора можно условно объединить в общую производительность факторов (ОПФ). Рассмотрим общий рост и его долю, обусловленную производительностью труда и ОПФ.

Таблица 1

Фазы темпов роста ВВП на душу населения в странах Западной Европы

Страна	1820–1870	1870–1913	1913–1950	1950–1973	1973–1992
Австрия	0.7	1.5	0.2	4.9	2.2
Бельгия	1.4	1.0	0.7	3.5	1.9
Дания	0.9	1.6	1.6	3.1	1.6
Финляндия	0.8	1.4	1.9	4.3	1.6
Франция	0.8	1.5	1.1	4.0	1.7
Германия	1.1	1.6	0.3	5.0	2.1
Италия	0.6	1.3	0.8	5.0	2.4
Голландия	1.1	0.9	1.1	3.4	1.4
Норвегия	0.5	1.3	2.1	3.2	2.9
Швеция	0.7	1.5	2.1	3.1	1.2
Швейцария	нет	1.5	2.1	3.1	0.8
Великобритания	1.2	1.0	0.8	2.5	1.4
Среднее арифметическое	0.9	1.3	1.2	3.8	1.8

Источник: Vickers (2000)

Как видим, самые большие темпы роста наблюдались в так называемый «золотой век», в период с 1950 по 1973 гг. Большая часть этого роста приходилась на долю роста производительности труда.

Таблица 2

Темпы роста производительности труда (ВВП на один отработанный час)

Страна	1870–1913	1913–1950	1950–1973	1973–1992
Австрия	1.7	0.9	5.9	2.5
Бельгия	1.2	1.4	4.5	2.9
Дания	1.9	1.5	4.5	1.7
Финляндия	1.8	2.2	5.4	2.2
Франция	1.7	1.9	5.1	2.7
Германия	1.9	0.6	6.0	2.7
Италия	1.7	2.0	5.8	2.4
Голландия	1.3	1.3	4.8	2.2
Норвегия	1.6	2.5	4.2	3.2
Швеция	1.6	2.8	4.1	1.3
Швейцария	1.5	2.7	3.3	1.7
Великобритания	1.2	1.6	3.1	2.2
Среднее арифметическое	1.6	1.8	4.7	2.3

Источник: Vickers (2000)

В то же время фактор общего роста производительности труда для Европы был довольно скромным (в отличие, например, от Японии). Примечательным же представляется вклад ОПФ в общий рост. Он был связан с более эффективным перераспределением ресурсов (например, из сельского хозяйства в промышленность), послевоенной реконструкцией и восстановлением, мерами политики, такими как либерализация международной торговли, образованием ЕС.

Затем наблюдалась негативная динамика – ослабление действия данного фактора. Одна из причин замедления роста ОПФ – нефтяной шок начала 1970-х гг. Для объяснения можно предложить следующую схему: энергоемкие производства в тот период времени служили основой эффективного распределения ресурсов. Следовательно, первоначальный (и при этом довольно длительный) эффект от снижения уровня занятости и ее перераспределения в пользу традиционных отраслей послужил основой регресса. При этом ему противостоял другой эффект, связанный со стимулированием новых технологий, но этот эффект сильнее проявляется в долгосрочном периоде.

Таблица 3

Темпы роста ОПФ в различные периоды (% в среднем за период)

Страна	1950–1962	1960–1973	1973–1979	1979–1990
Бельгия	1.9	3.3	1.5	1.4
Дания	1.8	2.8	1.2	1.3
Франция	3.5	4.0	1.7	1.7
ФРГ	4.5	2.7	1.8	0.8
Италия	4.3	4.6	2.2	1.3
Голландия	2.6	3.1	1.5	0.9
Великобритания	1.3	2.3	0.6	1.6

Источник: Vickers (2000)

Теперь же перейдем непосредственно к факторам, которые могут повлиять на темпы долгосрочного роста через образование монетарного союза. Среди таких факторов можно выделить следующие эффекты:

- стабильности цен;
- обменного курса;
- торговли и конкуренции;
- экономической политики.

Рассмотрим подробно каждый из пунктов.

1. Здесь снова следует подчеркнуть различие между темпами инфляции в кратко-, средне- и долгосрочном периодах. В первом случае мы можем говорить об инфляции как о некоем двигателе роста. Такая связь легко объясняется макроэкономически и подтверждается многочисленными примерами. Ярчайшим из них можно назвать Беларусь периода 1996–2000 гг. В нашей стране наблюдался довольно высокий темп роста, однако смело можно говорить о его изначально инфляционном характере.

При обращении к более длительному периоду выявляются другие закономерности. Во-первых, инфляцию можно рассматривать как налог на реаль-

ные денежные доходы. Такой налог воздействует на поведенческие мотивы как частного сектора, так и государства. Через налоговый механизм инфляция оказывает негативное влияние прежде всего в области сбережений и аккумуляции капитала. Ценовая стабильность дает обратный результат и поэтому оказывает благотворное воздействие на долгосрочные темпы роста. Во-вторых, хроническую инфляцию мы можем рассмотреть с точки зрения асимметрии информации. Высокий уровень инфляции неизбежно будет сопровождаться попытками населения самостоятельно определить темпы инфляции. Не располагая всей полнотой информации, люди будут отчасти формировать свои ожидания под воздействием фактора адаптивности. Следовательно, возникают издержки неопределенности инфляции – издержки, которые могут быть измерены «с точки зрения риска и попыток избежания этого риска» (Vickers (2000)).

2. С одной стороны, мы можем выделить положительный эффект обменного курса, который по своей природе фактически идентичен ценовому эффекту. Однако мы можем говорить лишь о постоянстве номинальной величины обменного курса в рамках союза. Реальный же курс⁵ может колебаться внутри, между странами-членами союза. Центральным здесь будет фактор сальдо торгового баланса со странами вне союза, а также и между странами-членами данного союза. То есть монетарный союз ведет к возможности стабилизации торгового баланса стран-участниц, причем как на положительном, так и на отрицательном уровне. Но в рамках всего союза данный эффект будет иметь нулевой агрегированный результат. Таким образом, воздействие данного фактора сводится как к возможности ускорения темпа роста в одних странах в рамках союза, так и к замедлению в других, при неизменном суммарном итоге. Но при этом следует отметить также и общую выгоду от межстрановой торговли. Третье проявление данного эффекта основано на невозможности использования монетарной политики как приспособительного механизма для стабилизации платежного баланса через изменение валютного курса. Следовательно, этот фактор может выразиться в фиксации дефицитного текущего счета и в итоге в замедлении темпов экономического роста. Обобщая все вышеперечисленное, нельзя однозначно утверждать о направленности данного эффекта в общем случае. В каждой конкретной ситуации его действие может быть разнонаправленным.

3. Эффект торговли и конкуренции прежде всего проявляется в снятии (ослаблении) ограничений на свободное движение товаров, услуг, труда и капитала. Общая валюта должна стимулировать конкуренцию посредством «прозрачности и сравнимости цен». Определяющим фактором этого эффекта будет сохранение трансакционных издержек и издержек хеджирования, которые в противоположной ситуации отсутствуют. Но действие данного эффекта

⁵ Реальный курс внутри монетарного союза, несмотря на единство валюты, мы можем рассматривать как реально существующую величину. Предположим, что это курс, сложившийся при возврате к национальным валютам в данный момент времени, но только под воздействием торгового баланса.

может усиливаться. Так, например, в (Rose (2000)) приводятся оценки фактора одной валюты и влияния ее на двустороннюю торговлю между странами. В логарифмах коэффициент общей валюты оценивается в 1.21, а следовательно, в абсолютных значениях данный фактор равен $\exp(1.21) = 3.35$. То есть делается вывод, что «торговля двух стран с общей валютой может увеличиться до трехкратных размеров по сравнению со случаем ее отсутствия» (Rose (2000)). Однако утверждение о таких размерах повышения объема торговли, на наш взгляд, не совсем корректно⁶. Но как бы там ни было, бесспорным является длительный характер воздействия этого фактора, причем простирающийся во времени за пределы переходного периода. Очевиден долгосрочный характер роста, вызываемый описываемым воздействием. Кроме того, «сила» этого фактора возрастает, если рассматривать общую валюту как отражение более глубокого институционального фактора, стимулирующего торговлю.

4. Помимо рассмотренного эффекта торговли можно выделить другие примеры того, как монетарный союз дополнительно влияет на экономическую политику, что способствует ускорению роста. Во-первых, на макроэкономическом уровне меры фискальной и денежной политики переплетены. Монетарная политика в рамках союза налагает определенные ограничения на границы фискальной политики (например, жесткие границы дефицита бюджета и государственного долга). Результатом таких мер может быть снижение роста, однако оно носит одномоментный, краткосрочный характер. На анализируемый же нами долгосрочный рост эти меры будут оказывать благотворное влияние. Во-вторых, отсутствие в рамках союза номинального обменного курса и внутренней монетарной политики как приспособительных механизмов можно оценить с точки зрения их принадлежности к элементам шока, что опять-таки в долгосрочном отношении благоприятствует росту.

Таким образом, мы можем сделать вывод о том, что валютный союз благотворно влияет на долгосрочный экономический рост. Все из перечисленных факторов (за неопределенностью второго) ускоряют долгосрочные темпы роста. Причем, основываясь на качественном анализе, можно утверждать, что даже при отрицательных последствиях (2), сумма (1) + (3) + (4) превысит это негативное воздействие. Одним из доказательств может служить наличие «встроенных стабилизаторов» фискальной политики. Они будут действовать и в условиях монетарного союза, единственным отличием можно считать их влияние в рамках всего союза, а не одной конкретной страны.

Все перечисленные эффекты будут влиять на экономический рост как компоненты ОПФ. Как видно из анализа факторов роста, доля ОПФ имела тенденцию к снижению в последние 30 лет. Исходя же из того, что при образовании монетарного союза данные эффекты начинают свое действие с нуля, влияние ОПФ как фактора роста будет возрастать. Следовательно, можно прогнозировать определенные изменения, например, в темпах роста стран-членов ЭВС в ближайшие годы.

⁶ Более подробно данный подход будет рассмотрен ниже.

С учетом проведенного выше анализа мы можем выделить еще один аргумент в пользу монетарного союза: ускорение темпов долгосрочного роста. Данный фактор станет одной из составляющих аргумента *В*. При попытке количественного измерения данный фактор может быть приведен к текущему периоду путем дисконтирования.

4. РЕЖИМЫ ОБМЕННОГО КУРСА И МОНЕТАРНЫЙ СОЮЗ

Здесь мы остановимся на вопросе о жизнеспособности системы фиксированного обменного курса (необходимого условия монетарного союза)⁷ и, как следствие, на вопросе оптимальных валютных зон.

После крушения Бреттон-Вудской мировой валютной системы фиксированный обменный курс как форма валютной политики был подвергнут сомнению. 70-е гг. прошлого столетия были отмечены переходом к свободному плаванию валют крупнейших мировых держав. Фиксированный же валютный курс рассматривался лишь как стабилизационная мера временного характера для развивающихся стран. Например, валюты Анголы, Барбадоса, Суринама были привязаны к доллару (классическим примером также служит Аргентина), Бенина, Камеруна, Мали – к французскому франку. Но следует подчеркнуть, что этот список составляли преимущественно слаборазвитые страны Африки и Азии. Для развитых же стран главенствующей стала концепция монетаризма М. Фридмана, предполагавшая исключительно плавающий обменный курс.

Основным аргументом в пользу необходимости введения плавающего курса был следующий. Плавающий валютный курс можно рассматривать в качестве средства понижения реальной заработной платы, вызванного ее номинальной негибкостью, альтернативой чему является безработица и, как следствие, снижение темпов или отсутствие экономического роста. Кроме того, считается, что плавающий валютный курс быстро и с минимальными издержками стабилизирует платежный баланс, что приводит «к отказу от контроля над обменом и торговлей» (Mundell (1997)). То есть, по сути, высказывалось мнение, что плавающий обменный курс более либерален, он привносит дополнительные элементы свободы на микроуровне – в процессе определения экономическими агентами своих решений.

Следует также отметить, что монетаристская аргументация основана на принципе «денежной иллюзии». Однако при этом следует отметить внутреннюю противоречивость монетаристской теории, которая, по сути, сближается с концепцией рациональных ожиданий, признавая гибкость цен и заработной платы. Именно это противоречие служит основанием для критики монетаризма, с которой, на наш взгляд, нельзя не согласиться. Признавая существование механизма «денежной иллюзии», все же не следует игнорировать тот факт, что так или иначе, после *n*-го витка девальвации и инфляции, работни-

⁷ Систему фиксированного обменного курса мы рассматриваем здесь одновременно как начальную стадию монетарного союза и как необходимое условие для его создания (для многонационального союза).

ки начинают закладывать в уровень требуемой заработной платы свои инфляционные ожидания. Как следствие, механизм поддержания занятости и роста через плавающий обменный курс исчерпывает свои возможности. Кроме того, здесь не возникает никаких резервов роста, за исключением временного сохранения занятости, но вместе с тем разворачивается инфляционная спираль.

Что касается степени свободы, предоставляемой в рамках монетарной политики, то в качестве целевого можно использовать один из следующих показателей: общий уровень цен (темпер инфляции), денежное предложение или обменный курс. Тогда общая картина может быть представлена в виде таблицы (Mundell (1997)):

Таблица 4

Эндогенные и экзогенные показатели монетарной политики

Целевой показатель	Переменная	Переменная
Темпер инфляции	Денежное предложение	Обменный курс
Денежное предложение	Темпер инфляции	Обменный курс
Обменный курс	Темпер инфляции	Денежное предложение

Как мы видим, при таргетировании любого из показателей можно использовать два инструмента монетарной политики. Это означает, что уровень свободы, либерализации в каждом из случаев неизменен. А в дефиците текущего счета при вливании зарубежного капитала «не стоит обвинять фиксированный обменный курс, здесь на первом месте асимметрия в разнонаправленных тенденциях приспособления» (Mundell (1997)). Впрочем, нужно сделать две оговорки. Во-первых, фиксированный обменный курс (ФОК) невозможен для страны, имеющей постоянный бюджетный дефицит и финансирующей его за счет монетарной экспансии и, следовательно, девальвации национальной валюты. Во-вторых, он невозможен для большой страны при отсутствии мировой валютной системы. Примером могут послужить США после крушения Бреттон-Вудской системы.

Кроме того, по нашему мнению, последствия притока капитала при ФОК не столь драматичны, как представляется на первый взгляд. Стабилизация торгового баланса может произойти за счет изменения дохода, но главными в этом процессе станут стабильность относительных цен и сохранение занятости. При такой системе влияние обменного курса на чистый экспорт будет ослабляться. Необходимость снижения издержек для стабилизации текущего счета подвинет экономику к структурной перестройке с целью повышения конкурентоспособности, наукоемкости, снижения материало- и энергозатрат.

Таким образом, вышеперечисленные аргументы вновь подтверждают тезис об эффективности системы ФОК, а следовательно, и монетарного союза. В этом случае можно говорить о следующих преимуществах монетарного союза:

- 1) стабильности относительных цен внутри союза;
- 2) стабильности внутренних цен вследствие единой монетарной политики;
- 3) стабильности торгового баланса со странами-членами союза;

- 4) относительной равномерности в распределении капитала при условии отсутствия асимметричных шоков;
- 5) исходя из пп. 3–4, относительной стабильности платежного баланса.

Что касается выигрышей, которые приносит создание монетарных союзов с точки зрения мировой экономики, то можно выделить такие факторы, как:

- 1) тенденция стабилизации относительных цен в рамках всей мировой экономики;
- 2) эффект масштаба в рамках мировой экономики;
- 3) защита денежных систем слабых стран посредством монетарного союза.

Для нас представляет интерес третий фактор. Логика аргументации здесь такова. Малые страны имеют мало шансов противостоять негативным тенденциям (как хаотическим, так и умышленным) в валютной сфере в силу низких абсолютных показателей. Следовательно, союз с большой страной является своеобразным средством защиты. Кроме того, эффект масштаба в рамках мировой экономики значительно сильнее для малых стран, нежели для больших, что является благоприятным фактором.

Итак, мы выяснили, что система ФОК как первый шаг к установлению монетарного союза является вполне жизнеспособной. Теперь рассмотрим последовательность перехода от свободного плавания курсов валют к полному монетарному союзу.

Таблица 5

Характеристика монетарной политики при различных режимах обменного курса

Режим курса	Монетарная политика	Заданное соотношение между валютами	Коридор (спрэд) в курсе
Чистое плавание	независимая	не задано	не задан
«Грязное» плавание	независимая	не задано	не задан
Ползучая привязка	независимая	меняется	возможен
Привязка ⁸	независимая	краткосрочное	возможен
Фиксированный	адаптивная или автоматическая	долгосрочное	узкий
Валютный комитет	адаптивная или автоматическая	долгосрочное	очень узкий
Монетарный союз	автоматическая	«вечное»	отсутствует

Итак, мы установили, что система ФОК ведет к ряду положительных тенденций. Однако нельзя игнорировать и аргументы против ФОК и монетарного союза, к числу которых относятся:

- желание страны поддерживать уровень инфляции, отличный от уровня валютной зоны;
- желание страны использовать обменный курс в качестве инструмента политики занятости, понижая или увеличивая реальную заработную плату;

⁸ В данном случае имеется в виду зафиксированный на непродолжительный период курс, явно не соответствующий рыночному уровню.

- желание страны использовать обменный курс в качестве инструмента привлечения рабочей силы из других стран.
 - случай большой страны, которая не хочет, чтобы другая страна получала выгоды за счет эффекта масштаба, или опасается, что введение единой валюты затруднит проведение макроэкономической политики;
 - желание страны использовать монетарную экспансию или инфляционный налог для финансирования бюджетного дефицита;
 - нежелание жертвовать сеньоражем, который используется как средство платежа на международных рынках (актуально в случае большой страны);
 - желание страны использовать средства от сеньоража в качестве источника средств для негласных внебюджетных фондов;
 - режим ФОК может вступить в конфликт с политикой Центрального банка, имеющего конституционный мандат на поддержание стабильности цен;
 - снижение уровня национального суверенитета и независимости;
 - желание страны поддерживать монетарную независимость на случай войны;
 - желание страны не разглашать данные своей статистики, как это было в случае Советского Союза;
 - отсутствие в стране лидера, способного взять на себя ответственность за поддержание системы ФОК;
 - неспособность политической власти достигнуть сбалансированности бюджета;
 - политическая нестабильность партнеров по возможному монетарному союзу;
 - различия в уровнях экономического развития потенциальных партнеров, ведущие к диспропорциям в доходах и расходах, обусловленных монетарным союзом;
 - нежелание страны принимать такие ограничения валютного союза, как общие стандарты, свободное движение факторов производства, унификация трудового, таможенного, налогового законодательства.
- В то же время аргументами в пользу монетарного союза являются:
- стабильная инфляция, одинаковая для всего союза;
 - снижение трансакционных издержек торговли с основным партнером;
 - избавление от издержек эмиссии и поддержания собственной валюты;
 - участие в зоне паритета покупательной способности;
 - создание для политики ориентира, то есть фиксированной точки, вокруг которой формируются ожидания и сама политика;
 - избавление от несбалансированности решений органов фискальной и монетарной власти;
 - защита валюты от внешнего шока со стороны финансового рынка (атаки по спекулятивным или политическим мотивам);
 - создание механизма балансирования монетарной и фискальной политики;
 - межнациональная защита от шоков;
 - участие в общем рынке капитала;
 - создание основы для политической интеграции или альянса;

- создание сильного блока для противодействия доминированию других блоков;
- участие в определении темпа инфляции союза;
- ужесточение монетарной и фискальной дисциплины за счет международных факторов.

Продолжая рассуждения, обратимся к опыту ЭВС, благодаря которому можно выделить ряд дополнительных последствий формирования валютного союза.

1. Замедление краткосрочного экономического роста в силу ограничений фискальной политики со стороны монетарной политики. Как мы убедились, в долгосрочном периоде данный эффект приводит к положительным изменениям, однако в краткосрочной перспективе он лишает государство возможности стимулирования роста посредством бюджетного дефицита. Поэтому данный фактор следует отнести к негативным последствиям экономической политики.

2. Замедление краткосрочного экономического роста в силу отказа от колебаний обменного курса. Если государство поддерживает экспорт преимущественно посредством политики слабой валюты, в краткосрочном периоде данную страну ожидает дефицит торгового баланса и, как следствие, замедление темпов роста. Следовательно, данный фактор можно отнести к числу негативных последствий политики обменного курса.

3. Главный вывод из опыта ЭВС – необходимость высокого уровня конвергенции экономик. В противном случае последствием союза будет перераспределение благосостояния в пользу более бедных стран. Следует отметить, что параметры конвергенции не должны ограничиваться исключительно показателями денежной и фискальной политики, а включать и показатели, характеризующие общий уровень развития экономики (ВВП, ВВП на душу населения, структурные показатели). Частично данный фактор пересекается с п. 1 (эффектом экономической политики), но в целом его можно рассматривать как самостоятельный. Обусловленный им выигрыш можно отнести к эффекту стабильности цен и эффекту экономической политики, а негативные последствия рассматривать как отдельное явление.

4. Операционные издержки по эмиссии новой валюты, ее поддержанию, переходу к ней от национальных валют.

Следовательно, к негативным факторам можно отнести лишь пп. 3 и 4. При обращении к исходной функции эти факторы будут включены в издержки L .

Здесь мы рассмотрели факторы, учтенные при создании ЭВС. Теперь обратимся к характеристике слабых сторон создания единого центрального банка (ЕЦБ), которые служат основанием для скептицизма некоторых авторов (Bordo (1999)).

1. Недостаток монетарной власти ЕЦБ, выражающийся в том, что ЕЦБ нельзя признать кредитором последней инстанции в рамках ЭВС. Согласно Маастрихтскому договору, банк не был наделен такими полномочиями. Это противоречит современным представлениям о центральном банке, который выполняет функцию кредитора последней инстанции, гарантируя тем самым ликвидность коммерческих банков и поддержание системы платежей. При условии кризиса ликвидности это может угрожать существованию ЭВС.

2. В ЭВС отсутствует система центрального надзора за финансовой системой, включая коммерческие банки. Маастрихтский договор предоставляет некоторые функции надзора ЕЦБ, но все же они являются прежде всего прерогативой стран-членов союза. Таким образом, возникает проблема невозможности преодоления гипотетического финансового кризиса.

3. Недостаток демократического контроля и отчетности ЕЦБ. ЕЦБ может быть подвержен политическим атакам и разнонаправленным воздействиям, которые способны подорвать легитимность ЭВС и укрепить позиции противников единой валютной зоны. При обострении экономической ситуации популистские политические силы могут обвинить в этом недостатке ЕЦБ, что также может подорвать основы ЭВС.

4. Политическая обусловленность союза, которая может выразиться в непостоянстве требований, предъявляемых ЕЦБ. Итогом снова является угроза существованию валютного союза.

5. Отсутствие центрального координирующего органа в области фискальной политики. Вследствие недостаточно жестких критериев относительно внешнего долга и дефицита бюджета, закрепленных в Маастрихтском договоре, ЕЦБ не в состоянии ликвидировать гипотетический асимметричный шок. К примеру, в 1999 г. Ирландия нуждалась в более жесткой монетарной политике, но, следуя общим предписаниям, ЕЦБ снизил процентные ставки, сделав денежную политику еще более экспансионистской.

Приведенные доводы весьма серьезны. Но, оценивая вероятность наступления хотя бы одного из описываемых событий, следует признать, что решающим здесь будет политический фактор. Сегодняшняя же политическая ситуация в Европе свидетельствует о сильных глобалистских настроениях, что, безусловно, снижает вероятность негативных для ЭВС последствий. Однако, как, к примеру, показали события 11 сентября, политические настроения могут оказаться не столь стабильными. И поэтому в любом случае нельзя игнорировать возможности реализации хотя бы одного из сценариев неблагоприятного развития ситуации.

5. КРИТЕРИИ ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТИ ОБЪЕДИНЕНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СИСТЕМ

На основе приведенного выше анализа можно говорить, что и позитивные, и негативные факторы являются следствием наднационального характера монетарного союза. Следовательно, можно утверждать, что высшей и практически безрисковой формой монетарного союза является национальный монетарный союз. Риск же наступления последствий, перечисленных в пп. 1–5, назовем издержками, или эффектом наднациональности валютного союза. Вновь обращаясь к $F(B, L)$, отнесем данный эффект к переменной L . Теоретически эти издержки, на наш взгляд, следует рассматривать как явные издержки от наступления кризисных событий, умноженные на вероятность этого наступления, плюс издержки «недостроенности» союза до уровня национального.

В ходе анализа мы постоянно сталкиваемся с различным временным характером действия указанных факторов – постоянным, краткосрочным и дол-

госрочным. Исходя из этого, следующим шагом должно стать разбиение на временные периоды и целевую функцию с последующим получением однозначного результата путем дисконтирования.

Вначале рассмотрим факторы краткосрочного характера (см. табл. 6).

Таблица 6

Краткосрочные критерии целесообразности монетарного союза

Фактор	Возможная направленность воздействия {(+) – благоприятное; (–) – негативное; (+0–) – возможно разнонаправленное воздействие}
Эффект торговли	+
Эффект масштаба	+
Эффект равномерного распределения капитала	+0–
Эффект стабильности торгового баланса	+0–
Эффект стабильности платежного баланса	+0–
Издержки введения новой валюты (печатание, содержание, пересчет и т.д.)	–
Эффект экономической политики и эффект обменного курса ⁹	–
Издержки конвергенции	–

С учетом приведенных данных можно говорить о несомненных преимуществах монетарного союза в краткосрочном периоде, то есть о положительном совокупном эффекте, который проявится уже вскоре после создания союза¹⁰. Однако следует сделать важную оговорку: данный процесс будет иметь положительный эффект при отсутствии форсирования темпов конвергенции экономик, что минимизирует значения последних двух пунктов.

Теперь перейдем к долгосрочному периоду (см. табл. 7).

Таблица 7

Долгосрочные критерии целесообразности монетарного союза

Фактор	Возможная направленность воздействия {(+) – благоприятное; (–) – негативное; (+0–) – возможно разнонаправленное воздействие}
Эффект торговли	+
Эффект масштаба	+
Эффект равномерного распределения капитала	+
Эффект стабильности торгового баланса	+
Эффект стабильности платежного баланса	+
Эффект стабильности цен	+
Эффект экономической политики	+
Эффект обменного курса	+0–
Издержки по введению новой валюты (печатание, содержание, пересчет и т.д.)	0
Издержки конвергенции	0–
Издержки потери монетарной независимости	–
Издержки «наднациональности»	–

⁹ В данном случае будут фактически идентичными.

¹⁰ Следует отметить, что здесь мы строго придерживаемся сделанного ранее вывода о жесткой необходимости единого эмиссионного центра – единого органа монетарной политики, принимая это условие как заданное.

Качественная характеристика случая долгосрочного периода представляется весьма затруднительной. Но все же решающими здесь будут два последних фактора. Первый из них носит весьма субъективный характер, поскольку зависит от того, насколько высоко каждая страна ценит фактор монетарной независимости. При высокой оценке (в силу разных причин) целесообразность монетарного союза снижается, при низкой – наоборот. Относительно же последнего фактора, как уже отмечалось, решающую роль здесь будет играть политический климат, совпадение политических и экономических интересов стран-участниц. Таким образом, ответ на вопрос о целесообразности монетарного союза зависит от оценки приведенных факторов в конкретной ситуации.

Теперь перейдем к последнему пункту – ответу на вопрос о целесообразности монетарного союза между РБ и РФ.

В рассмотренной выше общей модели анализировался случай многонационального монетарного союза, поэтому рассмотрим, какие изменения вносит сюда актуальный для Беларуси и России случай «большая – малая страна». В краткосрочном периоде модель модифицируется следующим образом¹¹ (см. табл. 8).

Таблица 8

Краткосрочные критерии целесообразности двойственного монетарного союза между большой и малой страной

Фактор	Для большой страны	Для маленькой страны
Эффект торговли	+1	+
Эффект масштаба	+1	+2
Эффект равномерного распределения капитала	0–	+
Эффект стабильности торгового баланса	0+	+0–
Эффект стабильности платежного баланса	0+	+0–
Издержки введения новой валюты (печатание, содержание, пересчет и т.д.)	–	–
Эффект экономической политики и эффект обменного курса ¹²	0	–
Издержки конвергенции	0	–

Следует обратить внимание на снижение заинтересованности большой страны, так как самые мощные по влиянию в данном случае факторы 1 и 2 теряют для нее свою значимость. Для малой же страны наблюдается противоположная ситуация.

В долгосрочном периоде заинтересованность стран будет выглядеть следующим образом (см. табл. 9).

¹¹ Здесь, как и в предыдущих двух таблицах, баллы отражают степень влияния: 1 – слабо, 2 – значительно. Оценка без балла означает среднюю или неопределенную силу влияния. Знак сохраняет прежний смысл направленности влияния. Приведены для сопоставления масштабов факторов.

¹² В данном случае будут фактически идентичными.

Таблица 9

**Краткосрочные критерии целесообразности двойственного
монетарного союза между большой и малой страной**

Фактор	Для большой страны	Для маленькой страны
Эффект торговли	+1	+
Эффект масштаба	+1	+2
Эффект равномерного распределения капитала	–	+
Эффект стабильности торгового баланса	+	+
Эффект стабильности платежного баланса	+	+
Эффект стабильности цен	+1	+2
Эффект экономической политики	+1	+2
Эффект обменного курса	+0–	+0–
Издержки введения новой валюты (печатание, содержание, пересчет и т.д.)	0	0
Издержки конвергенции	0	0+
Издержки потери монетарной независимости	0	–2
Издержки «наднациональности»	–2	–
Эффект защиты	0	+2
Издержки участия (лишь) двух стран	–2	–

Как видно из табл. 9, малая страна в большей степени заинтересована в монетарном союзе. Но при этом очень сильно возрастает значение фактора потери монетарной независимости. Причем этот фактор вполне может перевешивать все, казалось бы, более важные факторы. Этим объясняется появление такого фактора, как издержки участия (лишь) двух стран. При многонациональном союзе степень утраты монетарной независимости для малой страны была бы более серьезным фактором, а, с другой стороны, за счет многонациональности выигрывала бы большая страна. В данном же случае за счет фактического несения издержек «наднациональности» именно большая страна может оказаться в проигрыше. В условиях гипотетического союза Беларуси и России для Беларуси снижается эффект защиты, так как монетарную систему России вряд ли можно классифицировать как сильного игрока на международной арене. Таким образом, наш предварительный вывод относительно перспективы союза следующей.

1. Перспективность данного союза с точки зрения Беларуси зависит от оценки независимости монетарной политики. При высоком уровне такой оценки мы можем говорить о несоответствии перспективы валютного союза национальным стратегическим интересам РБ.

2. С точки зрения России перспективность также весьма сомнительна, так как выгоды от этого союза вряд ли компенсируют фактически возлагаемые на Россию риски и издержки по поддержанию данного союза. Следовательно, в рамках этого процесса можно говорить о доминировании политических интересов России.

6. АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ МОНЕТАРНОГО СОЮЗА НА ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РБ

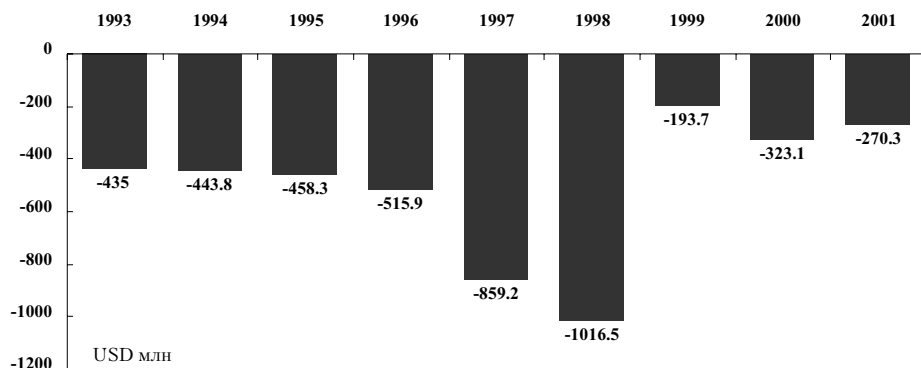
Теперь перейдем к эмпирическому анализу. Как отмечалось выше, целью анализа здесь будет выяснение влияния фиксированного обменного курса как следствия введения единой валюты на отдельные счета платежного баланса Беларуси. Для этого необходимо определить итоговый результат действия рассмотренных выше эффектов – эффекта торговли, стабильности торгового и платежного баланса, эффекта обменного курса, которые теоретически могут быть разнонаправленным.

Предварительно мы можем обсудить вероятные результаты. С одной стороны, если мы приходим к выводу о долгосрочной устойчивой зависимости обменного курса и, к примеру, экспорта как одной из главных статей платежного баланса, то необходимо констатировать краткосрочное негативное влияние на экспортоориентированные отрасли. Но в то же время, это можно рассматривать как стимул к повышению конкурентоспособности без помощи валютного арбитража, что следует отнести к положительным последствиям в долгосрочном периоде. В этом случае экономика получает возможность реализовать с пользой для себя все перечисленные выше эффекты.

Для выявления такого рода влияния мы одновременно будем использовать обыкновенный метод наименьших квадратов, а также элементы коинтеграционного анализа. Алгоритм анализа будет следующим. Поскольку рассматриваемые временные ряды (как и экономические переменные вообще) большей частью не являются стационарными, то на первом этапе выбранные в качестве регрессоров ряды тестируются на единичный корень. При этом применяется расширенный тест Дики-Фуллера. Смысл данного шага заключается в необходимости избежания так называемой ложной регрессии, обусловленной завышением t и F -статистик, что является следствием нестационарности. Далее ряды одного порядка интегрированности оцениваются посредством МНК, и остатки такой регрессии снова тестируются ADF -тестом. Если ряд остатков признается стационарным, то мы можем говорить о коинтеграции выбранных переменных. Поскольку применяемый эконометрический анализ не ставит своей целью построение моделей, пригодных для прогнозирования каких-либо счетов платежного баланса, а используется лишь для ответов на вопросы в рамках данной работы, то дальнейшее исследование в рамках коинтеграционного анализа проводится лишь частично. То есть отыскание в векторной авторегрессии вектора коинтеграции, характеризующего долгосрочную связь между переменными, проводится лишь выборочно.

6.1. Счет текущих операций

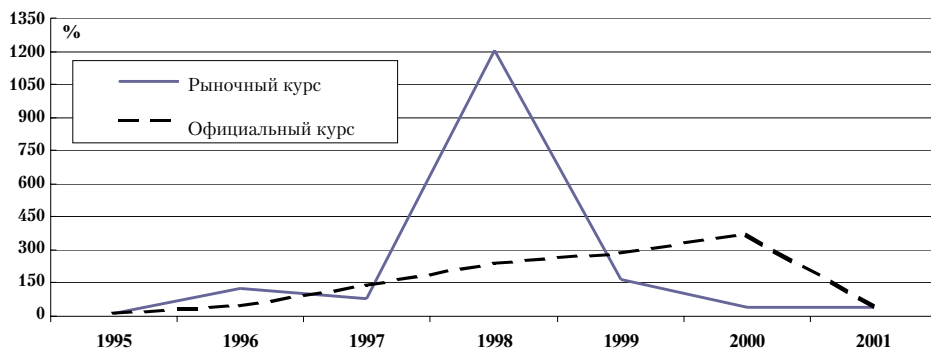
Фактически на протяжении всего периода независимости наше государство имело отрицательное сальдо счета текущих операций. Как видно из рис. 2, до 1998 г. был характерен понижающийся тренд при усиливающемся нарастании дефицита текущего счета.



Источник: <http://ipm.by/ic>.

Рис. 2. Сальдо текущего счета, 1993–2001 гг.

Однако после 1998 г. ситуация изменилась. Основной причиной снижения дефицита можно назвать переориентацию экономической политики. В период 1999–2000 гг. существовала фактическая множественность обменных курсов, сопровождавшаяся значительными различиями в темпах девальвации по рыночному и официальному курсу. Особенно ярко этот фактор проявился на фоне российского кризиса 1998 г. (рис. 3).



Источник: <http://ipm.by/ic>.

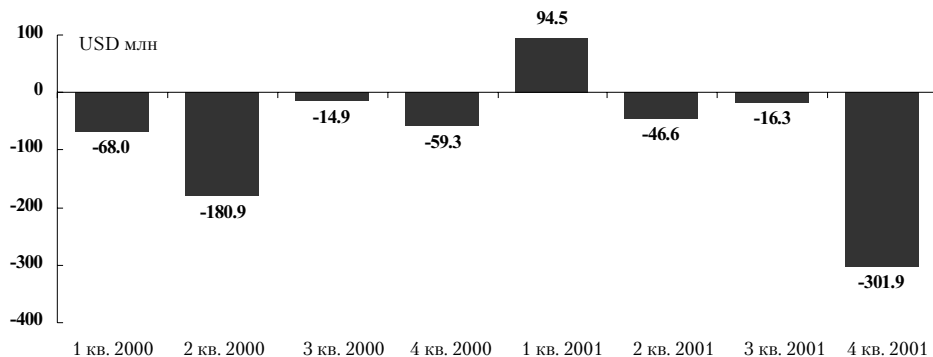
Рис. 3. Темпы обесценения белорусского рубля, 1995–2001 гг.

Таким образом, не рассматривая пока по отдельности разделы счета текущих операций, мы можем указать на такой фактор, как девальвация национальной валюты, оказывающий влияние на сальдо текущего счета.

Кроме того, используя поквартальные данные за 2000–2001 гг., мы можем высказать, имело ли сальдо текущего счета сезонный характер (рис. 4).

Безусловно, рассматриваемый ряд весьма невелик, что затрудняет математически обоснованную оценку. Однако можно допустить гипотезу о сезонном характере счета текущих операций: в качестве наиболее благоприятных

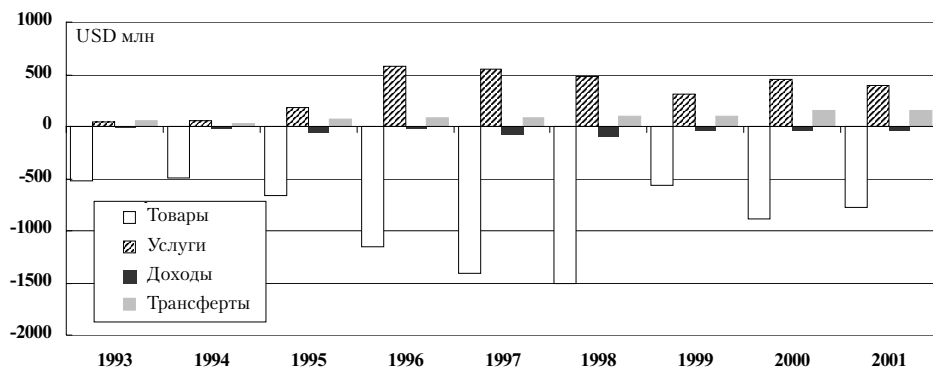
ятных следует выделить 1-й и 3-й кварталы, 2-й же и 4-й признать менее «удачными».



Источник: <http://ipm.by/ic>.

Рис. 4. Сальдо текущего счета, 2000–2001 гг.

Перед тем как перейти к рассмотрению отдельных компонентов текущего счета, рассмотрим его структуру (рис. 5).



Источник: <http://ipm.by/ic>.

Рис. 5. Структура текущего счета, 1993–2001 гг.

Как мы видим, текущий счет фактически полностью определяется товарами и услугами, статьи же доходов и трансфертов имеют довольно низкий удельный вес. Следовательно, наибольший интерес представляет торговля товарами и услугами. Поэтому перейдем к анализу основного компонента текущего счета – товаров.

Проведем эконометрический анализ зависимости экспорта товаров от независимых переменных. Обратимся к спецификации модели. Опираясь на макроэкономические закономерности, можно говорить об обратно пропорциональной зависимости между экспортом и обменным курсом. Поскольку в

нашем анализе применяется обратная котировка (то есть количество BYR за USD), то арифметически в данном случае зависимость будет прямая: $X = k Ex_r + \text{const}$. Если данная гипотеза верна, то при рассмотрении простой парной регрессии мы должны обнаружить довольно сильную зависимость между данными величинами. Однако изначально при оценивании парной регрессии между логарифмом объема экспорта и логарифмом номинального обменного курса мы получаем следующую зависимость:

$$x = 5.97 + 0.06 ex_r, \quad (1)$$

(102.89) (5.19)

где x – логарифм объема экспорта товаров; ex_r – логарифм номинального обменного курса. В скобках приведены соответствующие значения t -статистики.

Несмотря на значимость коэффициента при обменном курсе, мы видим, что он близок к нулю. Во-первых, в данной регрессии использовалась только одна объясняющая переменная, а, во-вторых, по причине отсутствия гомоскедастичности данная регрессия может быть искажена. Следовательно, говорить об устойчивой зависимости между исследуемыми переменными весьма затруднительно. Такой вывод подтверждает относительно небольшой коэффициент детерминации (26%) и рекурсивные оценки данного коэффициента (см. рис. 6).

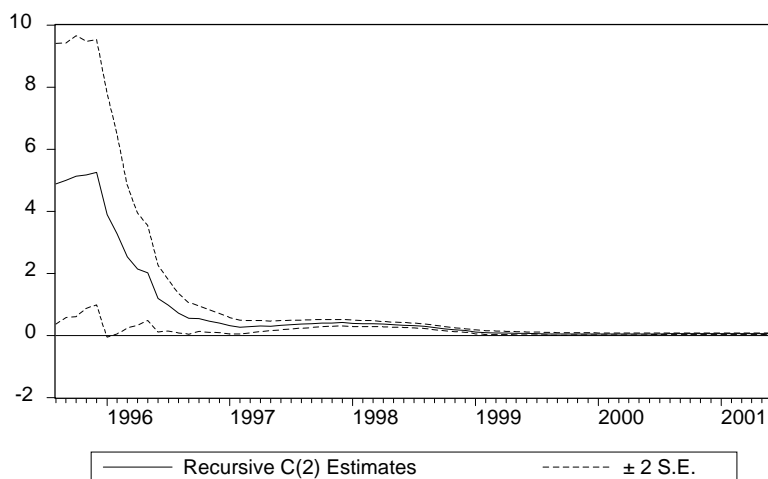


Рис. 6. Рекурсивная оценка коэффициента номинального обменного курса

Наши предположения подтверждаются при рассмотрении реального обменного курса (ex_{rr}). В данном случае регрессия имеет вид:

$$x = 6.34 + 0.106 ex_{rr}, \quad (2)$$

(127.28) (1.97)

где ex_{it} – логарифм реального обменного курса; в скобках приведены значения t -статистики коэффициентов. В данном случае коэффициент уже не является значимым на 1%-м уровне, хотя и сохраняет значимость на 5%-м уровне. Рекурсивная оценка коэффициента показывает весьма любопытную смену знака при данном коэффициенте, а также его близость к нулю (см. рис. 7).

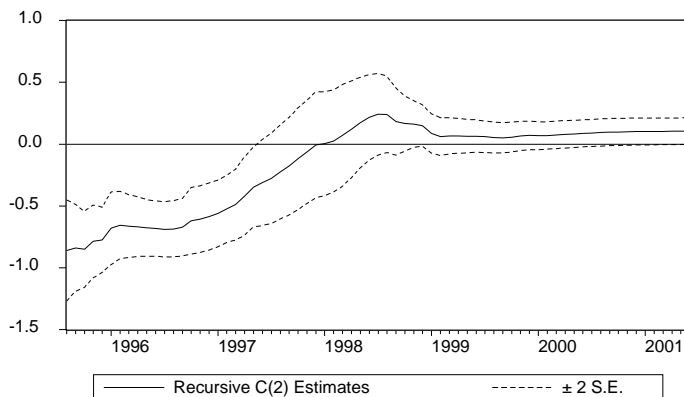


Рис. 7. Рекурсивная оценка коэффициента реального обменного курса

Теперь дополним рассматриваемые зависимости объясняющими переменными. Но прежде обратимся к так называемой модели «гравитации», изложенной Rose (2000). В этой модели оценивается объем двусторонней торговли между странами. В качестве объясняющих переменных выступают объемы доходов (абсолютные значения и значения на душу населения), географические факторы и интересующие нас фиктивная переменная наличия единой валюты и переменная изменчивости обменного курса. В качестве последней выбирается среднее квадратическое отклонение обменного курса между двумя валютами на протяжении 5 лет до рассматриваемого периода. Используются перекрестные данные по всем странам в 1970, 1975, 1980, 1985 и 1990 гг. (подробнее см. Rose (2000)). В агрегированной регрессии коэффициент при фиктивной переменной оценивается в 1.21, а коэффициент при изменчивости обменного курса в -0.17 . Оба коэффициента значимы на 1%-м уровне. Однако выводы данной модели отличаются от результатов нашего анализа. Можно сказать, что в Rose (2000) посредством фиктивной переменной оценивается «грязный эффект торговли», а посредством переменной изменчивости обменного курса – частично эффект стабильности цен и эффект обменного курса. В отличие от этого, в нашем случае при рассмотрении временных рядов переменная обменного курса отражает и эффект обменного курса, и частично эффект торговли и конкуренции. Поэтому наши результаты лучше отражают динамику исследуемых процессов. Но при этом необходимо признать, что частично теряется эффект торговли, и судить о нем в долгосрочном периоде корректней, опираясь на описанную в Rose (2000) мето-

дику, но не на приведенную цифру¹³. Это означает, что эффект торговли будет самым продолжительным и долгосрочным, а промежуточные и краткосрочные (частично, долгосрочные) последствия можно оценить через влияние обменного курса на внешнеэкономические показатели.

Мы можем предположить зависимость экспорта от объема производства. Теоретически это можно трактовать так, что экспорту подлежат товары, произведенные и не поглощенные внутренним рынком. Безусловно, такая трактовка довольно широкая и к тому же в большей степени применима для экономик, ориентированных на внутренний рынок. Однако для открытой экономики (экономики Беларуси) это определение можно конкретизировать. Ситуация на внешних рынках тщательно отслеживается менеджментом предприятий, и, следовательно, при благоприятной конъюнктуре темпы производства будут наращиваться и наоборот. Имеются все основания предположить прямо пропорциональную зависимость экспорта товаров от объема внутреннего производства. В качестве последнего наиболее уместно рассматривать объем внутреннего промышленного производства (Rip), так как именно продукция промышленности имеет наибольший удельный вес в структуре рассматриваемого экспорта¹⁴. И, наконец, можно говорить о зависимости между заработной платой (W) и экспортом. Однако в данном случае предполагаемый знак данного регрессора качественно определить довольно затруднительно. Во-первых, поскольку труд является одним из факторов производства, то можно говорить, что его подорожание соответствующим образом скажется на ценах, что ведет к обратно пропорциональной зависимости. С другой стороны, теоретически повышение заработной платы должно свидетельствовать о повышении производительности труда, что, в свою очередь, будет влиять на цену в сторону понижения. Отсюда, мы предполагаем следующий вид модели:

$$x = k + ex_r + rip - w, \quad (3)$$

где $x = \ln(X)$; $ex_r = \ln(ex_r)$; $rip = \ln(Rip)$; $w = \ln(W)$; $k = \text{const}$.

Исследованию подлежала выборка по данным показателям с 01.01.1995 по 01.06.2001 гг. В качестве исходных показателей использовались: экспорт товаров, рыночный валютный курс, объем промышленного производства, реальная заработная плата (дефлированная по ИПЦ).

В первую очередь проверим порядок интегрированности данных рядов. Для всех рядов выбиралась одинаковая спецификация авторегрессионных процессов (включение константы). Получены следующие результаты (табл. 10).

¹³ Также, на наш взгляд, коэффициент 1.21 в логарифмах, а следовательно, 3.35 в абсолютных значениях несколько завышен за счет статичности процесса (рассматривались перекрестные данные, а не временные ряды). Кроме того, не учитывается длительность периода использования единой валюты посредством введения дополнительных переменных, тип монетарного союза (национальный или наднациональный) и других. Поэтому мы не считаем возможным оценивать эффект торговли.

¹⁴ Еще раз следует подчеркнуть, что в данной модели рассматривается экспорт товаров. Экспорт же услуг рассматривался отдельно.

Таблица 10

Тест Дики-Фуллера

Переменная	Уровень	Первая разность
x	-2.41	-7.45*
ex_r	-0.17	-3.9*
rip	-1.9	-7.8*
w	-2.7	-4.4*

Примечание: x – натуральный логарифм экспорта товаров; ex_r – натуральный логарифм номинального обменного курса; rip – натуральный логарифм объема промышленного производства; w – натуральный логарифм реальной заработной платы. * – значимость на 1%-м уровне. Лаг в тесте равен 2.

Все данные ряды являются интегрированными первого порядка, или $I(1)$. Далее проведем тест Йохансена на коинтеграцию данных переменных. Следует отметить, что все переменные рассматриваются в нашем случае как эндогенные, в данной конкретной модели допускается линейный тренд в коинтеграционном пространстве. Общий теоретический вид модели (модель корректировки ошибки) таков:

$$\Delta z_t = \Pi_0 d_t + \sum_{j=1}^{p-1} \Pi_j \Delta z_{t-j} + \gamma \beta^T z_{t-p} + e_t. \tag{4}$$

Исходя из этой модели определяются коинтеграционные векторы, характеризующие долгосрочную зависимость между переменными. В нашем случае, на 5%-м уровне значимости отклоняется гипотеза об отсутствии коинтеграции, следовательно, существует один коинтеграционный вектор. В коинтеграционном пространстве также была добавлена фиктивная переменная, отражающая влияние российского дефолта. С сентября 1998 г. по август 1999 г. она равнялась 1, в остальные периоды времени – 0.

Интерес же для нас представляет коэффициент при обменном курсе. Во-первых, сам коэффициент равен -0.223, а во-вторых, t -статистика балансирует на пределе значимости (2.532). Это дает нам основания говорить о слабой значимости обменного курса в рамках этой модели. Если суть коинтеграции состоит в том, что переменные ведут себя во времени так, что взаимно компенсируются временные тренды, то в данном случае есть основания полагать слабую связь между экспортом и обменным курсом. Тем более, эта гипотеза подтверждается и при изменении объемов выборки: при других выборках t -статистика данного коэффициента неуклонно снижается.

Так как мы выяснили, что коинтеграция между переменными существует, то мы можем оценить эту регрессию при помощи МНК. Тогда модель принимает вид:

$$x = -0.05 \underset{(-2.81)}{ex_r} + 0.39 \underset{(2.79)}{rip} + 0.87 \underset{(6.04)}{w} - 4.74. \tag{5}$$

В скобках приведены соответствующие значения t -статистики.

При замене номинального курса на реальный (ex_rr) зависимость трансформируется следующим образом:

$$x = \underset{(-5.24)}{-0.23} ex_rr + \underset{(5.24)}{0.75} rip + \underset{(9.24)}{0.68} w - \underset{(5.25)^{15}}{5.49}, \quad (6)$$

Как видим, и в данной модели обменный курс, во-первых, имеет знак, отличный от ожидаемого, а во-вторых, близок к тому, чтобы быть признанным статистически незначимым (для номинального курса). Заметим, что при изменении объема выборки, или рассмотрении взвешенного курса (среднего между официальным и рыночным), он становится статистически незначимым. Данная регрессия не может быть признана ложной, так как ее остатки являются $I(0)$, то есть стационарным рядом. А рекурсивные оценки коэффициентов согласуются с нашими выводами (рис. 8). При этом прежде всего следует обратить внимание на поведение реального обменного курса – он имеет строго отрицательное значение, вместе с тем стремящееся к нулю. Стационарность ряда остатков практически очевидна и визуально (рис. 9), а, во-вторых, *ADF*-тест также свидетельствует о стационарности данного ряда на 1%-м уровне (*ADF*-статистика равна -6.71)¹⁶.

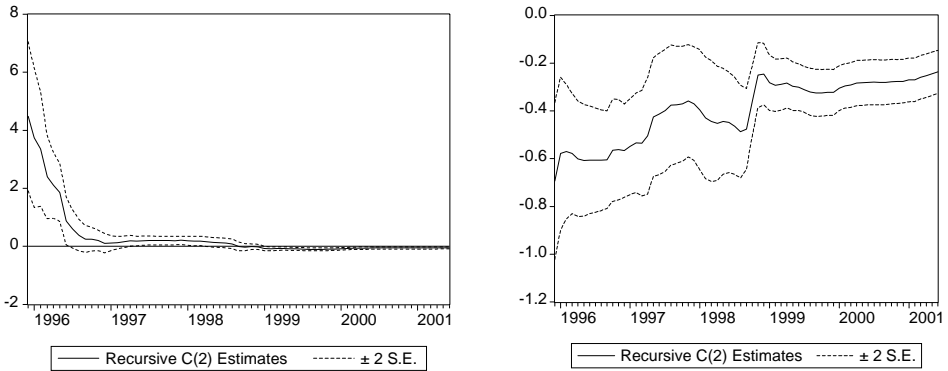


Рис. 8. Рекурсивные оценки коэффициентов номинального и реального обменного курса

В свою очередь тест Уайта свидетельствует об отсутствии гетероскедастичности в данной модели. Модель объясняет до 58% всех вариаций (R^2), в свою очередь скорректированный коэффициент детерминации равен 0.56.

В контексте проводимого исследования мы можем углубить анализ, рассмотрев зависимость между экспортом из Беларуси в Россию и обменным курсом. Для упрощения оценим парную регрессию между экспортом товаров

¹⁵ В скобках приведены соответствующие значения t -статистики.

¹⁶ В спецификации уравнения для *ADF*-теста лаг равен 2, константа включена.

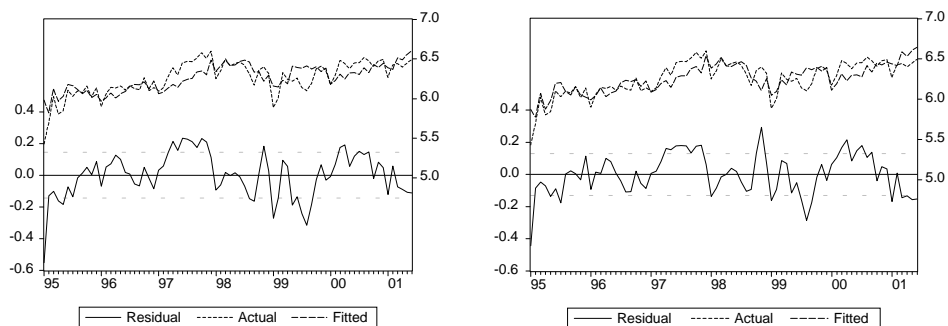


Рис. 9. Ряды остатков для регрессий с номинальным и реальным обменным курсом

в Россию и реальным обменным курсом (рассматривалась выборка с января 1997 по июнь 2001 гг.):

$$xrus = 5.59 - 0.34 ex_rr, \tag{7}$$

(109.25) (-4.87)

где $xrus$ – натуральный логарифм экспорта товаров в Россию; ex_rr – реальный обменный курс. В скобках приведены соответствующие значения t -статистики. Как видим, коэффициент при обменном курсе вновь имеет отрицательный знак, что противоречит теоретическим предположениям. Рекурсивная оценка данного коэффициента вновь показывает смену знака (рис. 10).

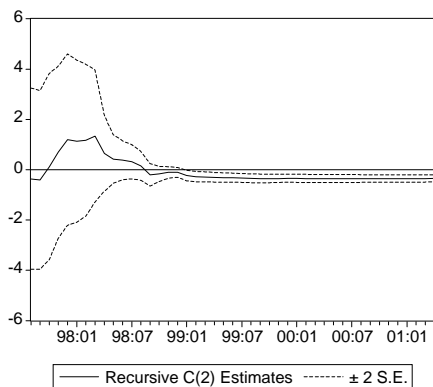
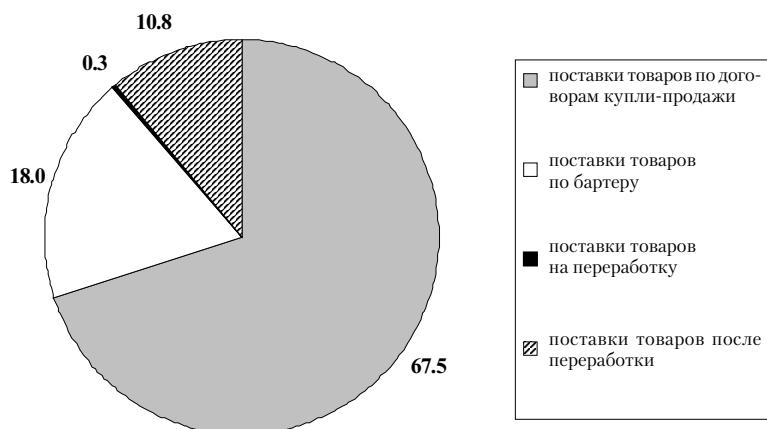


Рис. 10. Рекурсивные оценки коэффициента реального обменного курса при экспорте в Россию

Таким образом, главный вывод состоит в том, что экспорт в долгосрочном периоде зависит от обменного курса со знаком, отличным от ожидаемого (и эта зависимость довольно слаба). Так как мы не проводили дальнейший ко-

интеграционный анализ, то мы не можем сказать, каким образом обменный курс оказывает влияние в краткосрочной перспективе. В принципе, это можно проанализировать посредством дальнейшего анализа рассматриваемой векторной авторегрессии. Но, с другой стороны, наличие такой зависимости можно проследить через обычную парную регрессию с оценкой посредством МНК. При этом обменный курс мы берем с лагом в один месяц. При анализе номинальной величины обменного курса зависимость статистически значима, при реальном же курсе – нет. При таком подходе оценки коэффициентов фактически идентичны коэффициентам парной регрессии при анализе без лага, а следовательно, выводы в их отношении идентичны. Таким образом, мы можем говорить об отсутствии устойчивой долгосрочной зависимости между экспортом и обменным курсом. Последний может выступать как регрессор объема экспорта в краткосрочном периоде.

На первый взгляд, эта ситуация необъяснима. Она не согласуется как с теорией, так и с нашим первоначальным предположением о том, что политика целенаправленной девальвации явилась основной причиной того, что снизился дефицит текущего счета. В данном случае в качестве экономических причин можно выдвинуть следующие. Такая ситуация создается за счет неденежных операций – бартера, давальческого сырья, товаров на переработку и пр., которые преимущественно не носят спекулятивного характера. Доля же этих операций в экспорте довольно велика (рис. 11).



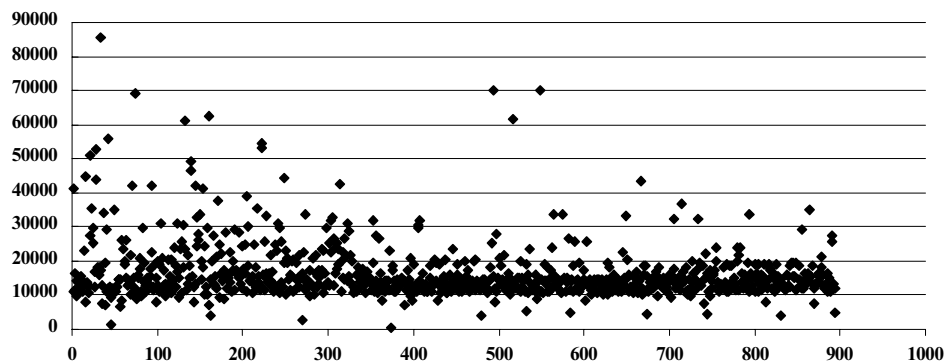
Источник: Национальный банк.

Рис. 11. Экспорт по видам операций

Другой причиной снижения статистической значимости валютного курса могла стать значительная разбежка в экспортных ценах для многих товаров. Имеется в виду разбежка в цене на один и тот же товар в течение одного года, но при различных операциях. Такие необоснованные и значительные разбеж-

ки в ценах безусловно ведут к ослаблению действия фактора обменного курса. Непосредственные причины этого я определить затрудняюсь, так как, по всей видимости, они носят внеэкономический характер. Однако такая ситуация свидетельствует об отсутствии не только спекулятивных, но и конкурентных стимулов в белорусском экспорте.

Для демонстрации серьезности влияния данного фактора рассмотрим некоторые данные по экспорту в 2001 г. Так, максимальный процент разбежки между минимальной и максимальной ценой продажи равен 373263157.9% (код ТН ВЭД 847150900). Средней же показатель, равный частному от деления процента разбежек на количество операций, равен 10575.42%. Для примера приведем одну из товарных позиций, для которой свойствен разброс цен (рис. 12).



Источник: Министерство статистики и анализа.

Рис. 12. Разброс цен при экспорте (ТН ВЭД 870422910)

Вышеназванные причины можно объяснить еще одним глубинным фактором – весьма банальными диспропорциями в валютно-денежной политике (см. рис. 13, 14). Имеется в виду несогласованность между темпами внутренней инфляции и девальвации. Более наглядно такая несогласованность прослеживается на графике среднемесячной инфляции (по индексу ИЦППП) и изменения реального обменного курса.

Как видим, на некоторых отрезках внутренняя инфляция сопровождалась повышением реального обменного курса, что говорит, во-первых, о жесткой зависимости внутренней политики от темпов инфляции, а во-вторых, об искусственном сдерживании обменного курса с целью компенсации издержек экспортерам. В результате такая политика, во-первых, создала довольно искаженные стимулы и пропорции во внешнем секторе. Можно говорить, что изменение объема экспорта большей частью было обусловлено внеэкономическими факторами. Во-вторых, такая политика невозможна в условиях монетарного союза (в силу необходимости подчинения внутренней инфляции

обменному курсу), а в-третьих, искаженные макроэкономические пропорции сами по себе будут негативно влиять на структуру и объем внешних операций. Безусловно, в какой-то момент рыночные стимулы и пропорции будут восстановлены, но до того момента можно прогнозировать резкий спад по внешнеэкономическим показателям.

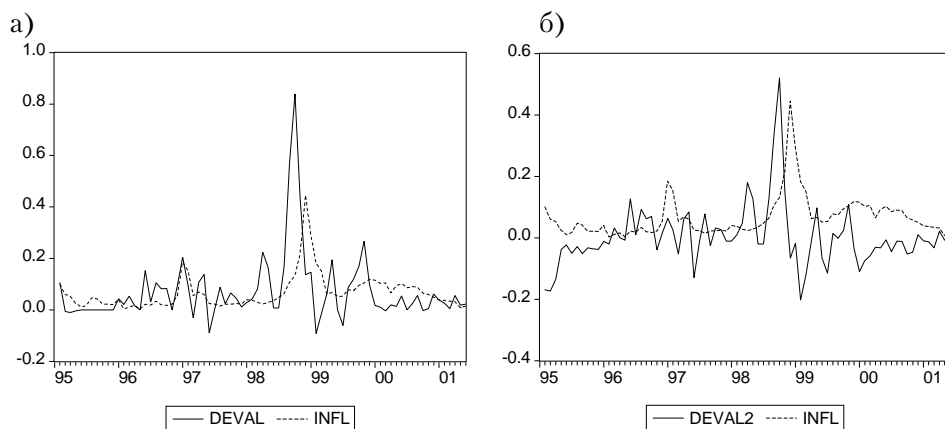


Рис. 13. Инфляция и (а) номинальный и (б) реальный обменные курсы

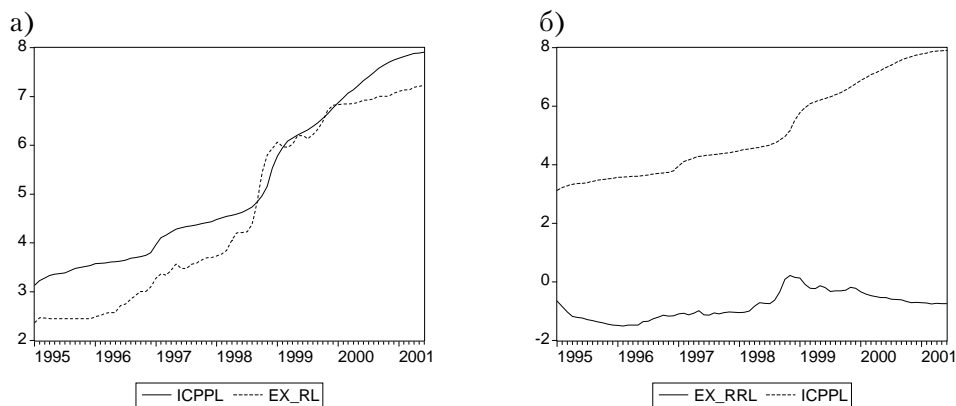


Рис. 14. Логарифм ИЦПП и (а) номинальный и (б) реальный обменные курсы

Теперь в упрощенном виде рассмотрим взаимосвязь экспорта услуг и обменного курса. Для того чтобы усилить возможную зависимость, изначально будем анализировать реальный обменный курс. Зависимость выглядит следующим образом:

$$X_s = 4.23 - 0.11 ex_rr. \quad (8)$$

(105.69) (-2.38)

Ситуация во многом идентична ситуации с экспортом товаров. Коэффициент реального обменного курса значим на 5%-м уровне, но имеет отрицательный знак. Если же рассматривать номинальный обменный курс, то данный коэффициент положителен, но не значим даже на 20%-м уровне (t -статистика равна 0.64). Таким образом, анализ экспорта услуг никак не опровергает выводы, сделанные выше, а лишь подтверждает их.

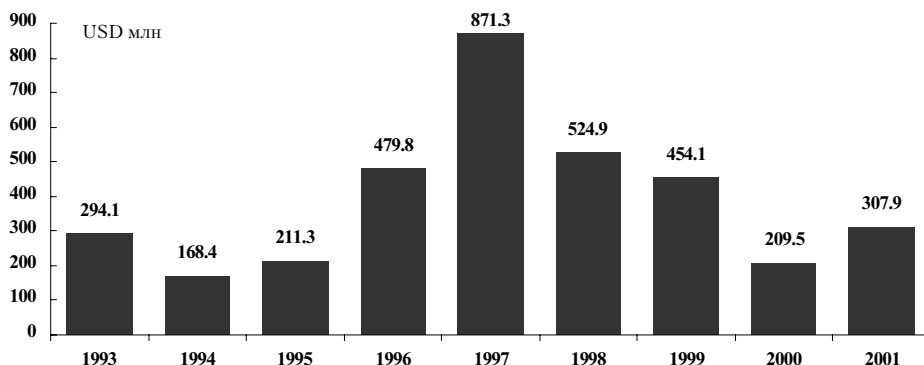
Остальные статьи текущего счета по определению (теоретически) если и должны зависеть от обменного курса, то в гораздо меньшей степени. Это легко объяснимо – влиять на импорт, например, внутренняя валютная политика будет в меньшей степени, чем валютная политика стран – торговых партнеров. Такое предположение подтверждается и статистически. Ни реальный, ни номинальный валютный курс не являются значимыми факторами импорта товаров при оценивании простой парной регрессии. Соответствующие значения t -статистики равны -1.42 и -0.30 соответственно. Во всех дальнейших исследованиях статей платежного баланса как по текущему, так и по капитальному счету сохранялся прежний вывод¹⁷.

6.2. Счет операций с капиталом и финансовый счет

В отношении капитального и финансового счета изначально затруднительно говорить о статистической зависимости между, например, прямыми инвестициями и обменным курсом. Но вместе с тем нельзя и отрицать влияние монетарного союза на статьи данного счета. Но на эти статьи будет влиять не единый обменный курс, а скорее факторы, обусловленные единым экономическим пространством и снижением трансакционных издержек. Эконометрически такое влияние можно было бы рассчитать посредством введения фиктивных переменных, то есть рассмотреть регрессию, где результирующий показатель – одна из статей данного счета, например кредит по статье прямые инвестиции, а регрессор – фиктивная переменная наличия единой валюты. Взяв временной ряд, мы сможем оценить влияние единой валюты на эти показатели. Однако такая оценка возможна только при реализации монетарного союза. Брать же коэффициенты, опираясь на регрессии, построенные для других стран, например ЭВС, на мой взгляд, некорректно, так как структура экономики стран ЭВС и экономик Беларуси и России во многом несхожи. Такой анализ даже на качественном уровне доказывает отсутствие связи между обменным курсом и данными показателями. Возвращаясь к модели «гравитации» (Rose (2000)), мы также можем сказать об отсутствии значимости между поведением (изменчивостью) валютного курса и внешней торговлей и о невозможности оценки фиктивной переменной. Таким образом, на данном этапе мы можем лишь проанализировать поведение основных показателей капитального и финансового счета.

¹⁷ Не рассматривался анализ трансфертов, факторных доходов, портфельных и других инвестиций либо в связи с небольшим удельным весом статьи, либо в связи с отсутствием данных.

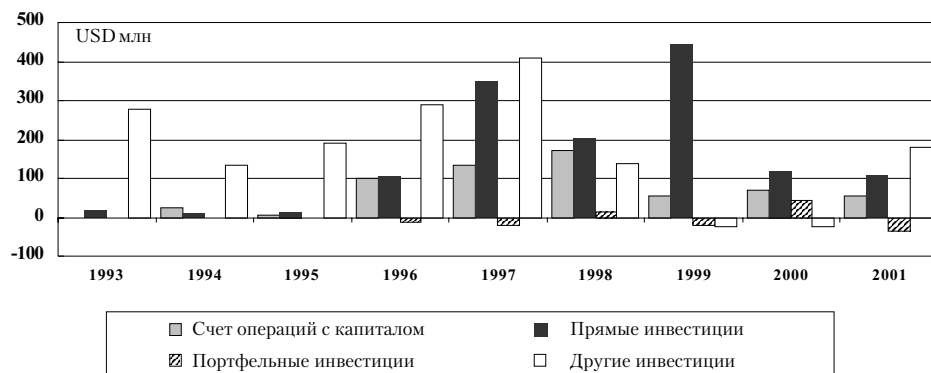
Капитальный и финансовый счет на протяжении 9 лет имел устойчивое положительное сальдо (рис. 15). Частично это давало возможность финансирования дефицита текущего счета, а в 1997 и 1999 гг. благодаря ему удалось свести общий баланс с положительным итогом.



Источник: Министерство статистики и анализа.

Рис. 15. Сальдо счета операций с капиталом и финансовых операций, 1993–2001 гг.

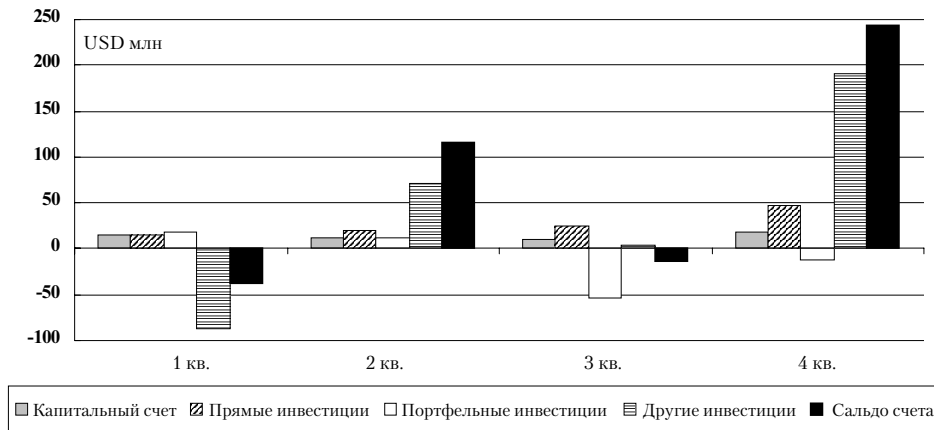
Вместе с тем, основные составляющие капитального и финансового счета изменялись во времени (рис. 16). Доминирующими статьями на протяжении всего рассматриваемого периода являлись прямые и другие инвестиции. Прямые инвестиции характеризовались двумя пиками в 1997 и 1999 гг., в другие же годы активность иностранных инвесторов затухала, и главным компонентом финансового счета становились другие инвестиции.



Источник: Министерство статистики и анализа.

Рис. 16. Динамика сальдо статей счета операций с капиталом в 1993–2001 гг.

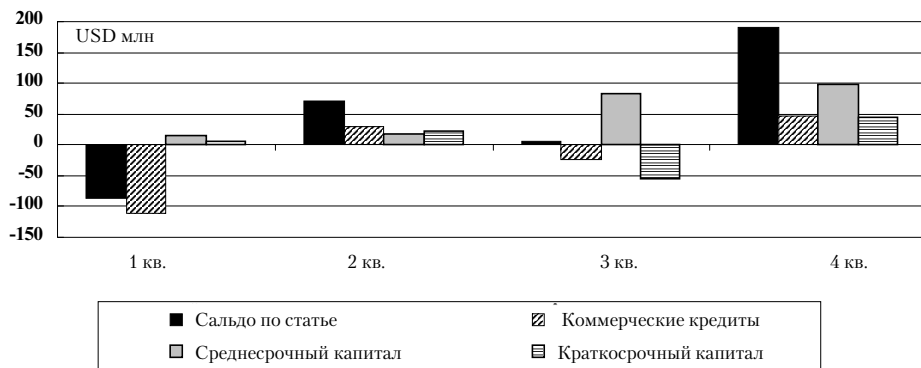
Наибольший интерес представляет сальдо указанных статей и счета операций с капиталом в целом. В 2001 г. структура счета капитальных и финансовых операций изменилась (рис. 17).



Источник: Министерство статистики и анализа.

Рис. 17. Структура капитального счета в 2001 г.

Как видно, главной статьёй с положительным балансом в 2001 г. была статья «другие инвестиции». Рассмотрим более подробно ее структуру (рис. 18).



Источник: Министерство статистики и анализа.

Рис. 18. Структура статьи «другие инвестиции»

Таким образом, при рассмотрении статей платежного баланса можно выявить, что фактически не существует непосредственного воздействия обменного курса на платежный баланс. Следовательно, мы можем сделать вывод о

том, что эффект обменного курса, стабильности торгового и платежного баланса для Беларуси будет носить крайне негативный характер. Слабая зависимость показателей внешнего сектора от валютного курса в нашей ситуации имеет знак минус, так как эта ситуация вызвана прежде всего немобильной структурой белорусского экспорта и импорта, что, в свою очередь, обусловлено немобильностью реального сектора.

Останавливаться отдельно на третьей ступени анализа, а именно степени конвергенции белорусской и российской экономик, нет необходимости. В первых, практически на всех этапах предыдущего анализа большую роль играли различия в структуре и уровне развития экономик, а во-вторых, данной проблеме было уделено много внимания в других работах (см., например, Каллаур (2001)).

6. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проанализировав отдельные статьи платежного баланса, мы пришли к выводу, что статистически обменный курс оказывает на них незначительное влияние. С этой точки зрения можно говорить о нейтральности монетарного союза по отношению к сальдо платежного баланса. Однако такая ситуация говорит о неготовности РБ к фиксации курса (в рамках монетарного союза) в силу отсутствия в статьях платежного баланса большего удельного веса конкурентных и спекулятивных мотивов.

С другой стороны, мы не можем сказать, что незначительным является влияние валютного курса на платежный баланс в целом. Это влияние искажается за счет разброса цен по разным операциям на одни и те же товары, а кроме того, обменный курс может влиять на сальдо текущего счета опосредованно, через цены и процентные ставки.

Следовательно, если смотреть на возможность монетарного союза сквозь призму платежного баланса, можно говорить, что белорусская экономика, в частности ее внешнеторговый сектор, «законсервированный» отсутствием девальвации, начнет стагнировать, что будет выражаться в постоянно увеличивающемся отрицательном сальдо торгового баланса. С другой стороны, возможный приток активов по капитальному и финансовому счету будет недостаточен для покрытия возрастающего дефицита. При текущих условиях весьма сомнителен приток по статье «прямые и портфельные инвестиции» и более вероятен приток по статье «другие инвестиции» (коммерческие кредиты и краткосрочный капитал). Отсюда реформирование реального сектора маловероятно, так как и сейчас соотношение инвестиции/импорт достигает очень низкой величины, а при описываемом сценарии ПИИ в большей мере будут дебетироваться по статье доходов. Таким образом, в случае нереформированности белорусской экономики платежный баланс либо стабилизируется на низком отрицательном уровне, либо будет иметь постоянно ухудшающуюся динамику. В качестве средств покрытия неизбежно придется использовать иностранные активы. Такой самый пессимистичный сценарий в конечном счете приведет как к невозможности платить по внешним обязательствам, так и к внутреннему кризису.

Следовательно, надо признать не только невозможность, но и нежелательность монетарного союза. Можно выделить две причины:

1. Отсутствуют причины для безоговорочного признания данного союза эффективным в принципе. Решающими факторами становятся оценка Беларусью соотношения между выигрышем за счет эффекта торговли и проигрыша за счет потери своей монетарной независимости, а также политические мотивы России.

2. Формирование данного союза, даже при условии признания его эффективности, не должно форсироваться, так как экономика Беларуси не готова к его образованию.

Иначе, однозначно можно говорить о неготовности к этому союзу, с одной стороны, и о его сомнительных перспективах – с другой.

Однако не следует расценивать данный вывод как гипотетическую попытку использования обменного курса в качестве «номинального якоря» для стабилизации экономики. Это качественно иная ситуация. Фиксация обменного курса в этом случае вынудит привести в соответствие монетарную и фискальную политику. Отрицательное сальдо текущего счета после снижения будет иметь тенденцию к балансу или положительному уровню (за счет импорта инвестиций). Кроме того, механизм фиксации без монетарного союза дает возможность своевременного «снятия с якоря».

ЛИТЕРАТУРА

Гаврилов В. (2002) Построение модели курсовой политики в переходной экономике, *Банковский вестник*, 189.

Каллаур П. (2001) Факторы экономической конвергенции в союзе Беларуси и России, *Банковский вестник*, 159.

Криворотов Д. (2001) Обменный курс в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики, *Банковский вестник*, 159.

Юрик В. (2001) Внешнеторговый дефицит и ПИИ в переходных экономиках, *Банковский вестник*, 159.

Юрик В. (2001) Дефициты внешней торговли в 2000 году (анализ итогов торгового баланса Беларуси), *Аналитический доклад ИПМ*, AR013, <http://www.ipm.by/pdf/AR013-350.pdf>.

Balance of Payments Manual (1993) Washington, International Monetary Fund.

Bordo, M., Jonung, L. (1999) The Future of EMU. What Does the History of Monetary Unions Tell Us? *NBER Working Paper*, 7365, <http://www.nber.org/papers/w7365>.

Hendry, D.F., Juselius, K. (2000) Explaining Cointegration Analysis: Part II, *Energy Journal*, 22, 1, 75–120.

Jang, K., Ogaki, M. (2001) *User Guide for Johansen's Method*.

Juselius, K. (1999) Models and Relations in Economics and Econometrics, *Journal of Economic Methodology*, 6, 2, 259–290.

MacDonald, R. (2000) The Role of Exchange Rate in Economic Growth, *National Bank of Belgium Working Paper*, 9, <http://www.nbb.be/sg/E/Publ/PDF/working/WP9.pdf>.

Mundell, R. (1997) *Optimum Currency Areas*, <http://www.columbia.edu/~ram15/eOCATAviv4.html>.

Obstfeld, M. (1998) EMU: Ready or Not? *NBER Working Paper*, <http://www.nber.org/papers/w6682>.

Rose, A.K. (2000) *One Money, One Market: Estimating the Effect on Common Currencies on Trade*, <http://www.haas.berkeley.edu/~arose/Grav.pdf>.

Rose, A.K., Engel, C. (2001) *Currency Unions and International Integration*, <http://www.haas.berkeley.edu/~arose/ERDI.pdf>.

Vickers, J. (2000) Monetary Union and Economic Growth, *National Bank of Belgium Working Paper*, <http://www.nbb.be/sg/E/Publ/PDF/working/WP10.pdf>.