

ЕДИНАЯ ВАЛЮТА ДЛЯ БЕЛАРУСИ И РОССИИ?*

Анна-Мари Гульд, Этибар Джафаров, Василий Прокопенко**

Резюме

В данной статье рассматриваются выгоды, издержки и проблемы создания возможного валютного союза Беларуси и России. В ней показывается, что экономики Беларуси и России тесно связаны друг с другом, но, несмотря на это, страны не отвечают критериям «оптимальной валютной зоны», в частности критерию симметрии макроэкономических условий. Кроме того, авторы утверждают, что за последнее десятилетие разная скорость осуществления экономической либерализации привела к формированию различных экономических систем и возникновению ситуации, когда Беларусь по-прежнему зависит от финансирования бюджетного дефицита и отраслей экономики посредством денежной эмиссии. Тем не менее в рамках окончательного анализа выгод и издержек необходимо также учитывать, что объединение валют может принести Беларуси значительные выгоды вследствие снижения транзакционных издержек, улучшения макроэкономической ситуации и содействия структурным реформам.

Классификация JEL: E42, F31, F33

Ключевые слова: валютный союз, монетарный союз, Беларусь, Россия

1. ВВЕДЕНИЕ

В последние годы многие страны проявили большую заинтересованность в подписании соглашений о создании валютных союзов.^{1,2} Подобные соглаше-

* Gulde, A.-M., Jafarov, E., and Prokopenko, V. (2004) A Common Currency for Belarus and Russia? *IMF Working Paper*, WP/04/228, December.

© International Monetary Fund, 2004

** Анна-Мари Гульд – советник Африканского департамента Международного валютного фонда (МВФ) (во время написания данной статьи – руководитель отдела Департамента денежных и финансовых систем МВФ) (г. Вашингтон, США), e-mail: aguldewolf@imf.org; Этибар Джафаров – экономист Европейского департамента МВФ, e-mail: ejafarov@imf.org; Василий Прокопенко – экономист Департамента монетарных и финансовых систем МВФ, e-mail: vprokopenko@imf.org. Авторы хотели бы выразить благодарность Веронике Бакалу, Балашу Хорвату, Марку О’Брайану, Томасу Ричардсону, Андрэ Шэхтеру, Марку Суинберну, Джерому Вачеру и участникам семинаров, проведенных Университетом им. Эразма Роттердамского и Университетской ассоциацией современных европейских исследований, за полезные комментарии на ранних стадиях подготовки данной статьи. Взгляды, выраженные в статье, принадлежат исключительно авторам и необязательно отражают взгляды или политику Международного валютного фонда. Международный валютный фонд не несет никакой ответственности за качество перевода.

¹ В данной статье под соглашениями о создании валютного союза понимается использование единой валюты в разных странах. Жесткая привязка, к примеру, в рамках валютного комитета, обеспечивающая почти такие же выгоды и издержки, как использование единой валюты, не являлась предметом исследования авторов.

² Данная волна интереса к соглашениям о введении единой валюты, вероятно, обусловлена успешным функционированием Европейского монетарного союза, а также некоторыми

ния, которые стали предметом нашего рассмотрения, варьируются от создания совершенно нового валютного союза двумя или более независимыми странами до присоединения одной или нескольких стран к уже существующему союзу. В ряде случаев, например в странах, входящих в настоящее время в состав Европейского монетарного союза, и некоторых странах Центральной Америки, использующих в качестве законного платежного средства доллар США, планы по созданию монетарного союза были претворены в жизнь.

В данной статье рассматривается предполагаемый валютный союз Беларуси и России, при этом основное внимание уделяется последствиям создания подобного союза для Беларуси. При оценке аргументов «за» и «против» авторы исходят из классических критериев «оптимальной валютной зоны», а также подчеркивают важное значение структуры экономики и институциональной среды обеих стран. Кроме того, учитывая диспропорцию в размерах экономики Беларуси и России, авторы указывают на специфические проблемы, обусловленные созданием «асимметричного» валютного союза странами, имеющими разный размер и экономический вес. В заключительной части статьи подчеркивается, что на данном этапе результат подсчета выгод и издержек все еще точно не известен, но потенциальные выгоды для Беларуси возрастут, если страна создаст более благоприятные исходные условия путем ускоренной либерализации своей экономики.

Статья имеет следующую структуру. Во втором разделе приводится краткий обзор предполагаемого плана объединения валют. В третьем разделе рассматриваются некоторые теоретические аспекты создания валютного союза, при этом особое внимание уделяется проблемам, связанным с созданием «асимметричного» валютного союза³. В четвертом разделе обсуждаются существующие экономические условия для объединения валют Беларуси и России, а в пятом разделе внимание акцентируется на институциональной среде данного союза. Шестой раздел является заключительным.

2. ПРЕДПОЛАГАЕМЫЙ ВАЛЮТНЫЙ СОЮЗ

2.1. История вопроса

Дискуссии о создании монетарного союза Беларуси и России начались в сентябре 1993 г., спустя всего лишь два месяца после формального развала

более общими тенденциями, связанными с глобализацией экономики. В настоящее время ведутся переговоры, имеющие большую или меньшую политическую и общественную поддержку, а также экономическое обоснование, по созданию возможного валютного союза несколькими странами Латинской Америки, расширенного валютного союза стран Карибского бассейна, второго Западно-Африканского валютного союза, валютного союза стран, входящих в Совет сотрудничества стран Персидского залива, валютного союза нескольких азиатских стран и т.д.

³ В данной статье под «асимметричным» валютным союзом понимается ситуация, когда относительные размеры экономик стран, входящих в данный союз, являются диспропорциональными и страны с малой экономикой оказывают весьма ограниченное влияние на единую монетарную и валютную политику.

рублевой зоны (в табл. 1 представлена хронология этих дискуссий).⁴ Переговоры, движущей силой которых, по крайней мере до конца 1990-х гг., были в основном политические факторы, впоследствии на несколько лет застопорились вследствие различий в путях и, зачастую, направлениях осуществления экономических реформ в двух странах. Так, руководство Беларуси, в отличие от руководства России, отдает предпочтение градуалистскому подходу к реформам, в результате чего роль государства во многих секторах белорусской экономики является весьма значительной. Российский финансовый кризис августа 1998 г. еще более затормозил процесс интеграции. Тем не менее идея объединения денежной и экономической систем двух стран по-прежнему остается популярной как в России, так и Беларуси.⁵ Активизации переговоров об объединении валют способствовало улучшение макроэкономической ситуации в обеих странах после кризиса 1998 г.

Таблица 1

**Монетарная интеграция Беларуси и России:
хронология событий, 1992–2002 гг.**

Дата	Событие
Май 1992 г.	Беларусь вводит национальную валюту вместо советских рублей.
Сентябрь 1993 г.	Белорусский рубль становится единственным законным платежным средством на территории Беларуси. В том же месяце руководители Беларуси и России подписывают соглашение об объединении денежных систем. Это преимущественно политическое соглашение так и не было реализовано.
Апрель 1996 г.	Беларусь и Россия подписывают соглашение о создании Политического и экономического сообщества. Данным соглашением регулируются в основном торговые отношения между странами и некоторые вопросы, касающиеся безопасности. В то же время оно закладывает основу для формирования институтов нового союзного государства и условий для создания монетарного союза путем унификации правил и законов, а также координации и синхронизации экономических реформ.
Апрель 1997 г.	Сообщество формально трансформируется в союз. Однако сам характер отношений между странами не претерпел значительных изменений.
Январь 1999 г.	Национальный банк Беларуси и Центральный банк России утверждают график действий в области монетарной интеграции. Эти действия включают меры по унификации инструментов монетарной политики, координации шагов в области валютной политики двух стран, разработке единых принципов валютного регулирования, подготовке к объединению платежных систем и созданию условий для свободного обращения ценных бумаг.
Ноябрь 1999 г.	Создан Межбанковский валютный совет. В его состав вошли по пять представителей Национального банка Беларуси и Центрального банка России во главе с председателями Правления. Совет представляет собой консультативный орган, основными задачами которого являются координация работы в области интеграции денежных систем и подготовка к введению единой валюты.
Декабрь 1999 г.	Беларусь и Россия подписывают Договор о создании Союзного государства. Данный договор предусматривает тесную экономическую интеграцию, в том числе создание единой денежной системы.
Ноябрь 2000 г.	Беларусь и Россия подписывают соглашение, в котором оговаривается введение единой валюты Союзного государства с 1 января 2008 г.
Июнь 2002 г.	Беларусь и Россия подписывают План совместных действий по введению единой денежной единицы Союзного государства, охватывающий период до 2005 г. В плане говорится, что при условии, что все задачи и меры в рамках данного плана будут полностью реализованы в период 2002–2004 гг., российский рубль может стать единой валютой Союзного государства с 1 января 2005 г.

Источники: различные экономические обзоры Международного валютного фонда, государственные органы Беларуси (см. веб-сайт Посольства Республики Беларусь в Российской Федерации, <http://www.embassybel.ru/index.php?page=27>).

⁴ Обсуждение процесса развала рублевой зоны см. в Odling-Smee, Pastor (2001).

⁵ См. Colton (2002).

В декабре 1999 г. руководители Беларуси и России подписали Договор о создании Союзного государства. По условиям данного договора, заключенного без широкого общественного обсуждения, обе страны согласились продолжить процесс тесной экономической интеграции, в том числе создать единую денежную систему. В связи с этим в соглашении, подписанном Беларусью и Россией в ноябре 2000 г., оговаривалось введение единой валюты Союзного государства с 1 января 2008 г.⁶

2.2. Последние события

В июне 2002 г. руководители Беларуси и России подписали План совместных действий по введению единой денежной единицы Союзного государства, охватывающий период до 2005 г. В этом плане в качестве первоочередных были определены 40 задач, которые должны быть решены с тем, чтобы создать условия для введения единой валюты. Эти задачи предполагали реализацию мер, направленных на сближение макроэкономической, фискальной, монетарной, валютной, финансовой, торговой и структурной политики и унификацию соответствующего законодательства. В плане были также определены временные рамки выполнения этих задач и оговаривалось, что российский рубль может стать единой валютой Союзного государства с 1 января 2005 г. при условии, что все задачи и меры в рамках этого плана будут полностью реализованы в период 2002–2004 гг.

Несмотря на значительную подготовительную работу по введению единой валюты, некоторые важные процедурные и институциональные вопросы по-прежнему остаются предметом обсуждения. Эти вопросы касаются ответственности за проведение единой монетарной политики, определения субъекта, осуществляющего в Беларуси функцию кредитора последней инстанции, распределения прибыли центрального банка и т.д. Неспособность прийти к согласию по данным вопросам обусловлена главным образом различием во взглядах между руководством Беларуси и России на предполагаемый характер «единого эмиссионного центра», который будет нести ответственность за проведение единой монетарной политики (вставка 1).

Вставка 1. Взгляды руководства Беларуси и России на характер валютного союза

В последние годы неспособность руководства Беларуси и России прийти к согласию по некоторым важным процедурным и институциональным вопросам, касающимся создания валютного союза, обусловлена главным

⁶ Данное соглашение было подписано вскоре после ликвидации множественности обменных курсов в Беларуси, которая многократно откладывалась.

образом различием во взглядах на предполагаемый характер «единого эмиссионного центра», который будет нести ответственность за проведение единой монетарной политики.

Руководство России отдает предпочтение централизованному подходу, согласно которому функции единого эмиссионного центра будут осуществляться исключительно Центральным банком России. При таком сценарии Национальный банк Беларуси сможет проводить операции с валютой и ценными бумагами только с согласия Центрального банка России и в объемах, определенных им, при этом один или два представителя Национального банка Беларуси смогут войти в состав Правления Центрального банка России. В определенной степени данная модель повторяет модель Европейского монетарного союза и Евросистемы, когда принятие решений в рамках единого эмиссионного центра осуществляется Советом управляющих Европейского центрального банка, а Европейский центральный банк и центральные банки стран на основе этих решений проводят операции с иностранной валютой.

Руководство Беларуси выступает против данной идеи, реализация которой лишает его права контролировать предложение денег. Встречное предложение белорусской стороны заключается в том, чтобы создать единый эмиссионный центр на базе двух центральных банков, монетарная политика которых будет координироваться Межбанковским валютным советом. Как показано в табл. 1, Межбанковский валютный совет является консультативным органом, основная функция которого состоит в координации сближения монетарной политики и подготовке к введению единой валюты. Национальный банк Беларуси предлагает, чтобы Межбанковский валютный совет устанавливал ориентиры монетарной политики, которые затем должны быть одобрены Советом Союзного государства и стать обязательными для обоих центральных банков. Межбанковский валютный совет будет устанавливать для центральных банков лимиты денежной эмиссии (пропорциональные удельному весу стран в совокупном ВВП), а также координировать нормотворческую и регулятивную деятельность двух центральных банков. Центральный банк России и Национальный банк Беларуси сохранят за собой функцию кредитора последней инстанции для банков, расположенных на территории своей страны. Национальный банк Беларуси предлагает, чтобы в состав Межбанковского валютного совета вошло по шесть членов Правления от каждого из двух центральных банков; в случае равенства голосов председатель, являющийся представителем Центрального банка России, будет иметь решающий голос.

Руководство России выражает беспокойство относительно эффективности модели, предлагаемой Национальным банком Беларуси, а также отмечает, что подобная модель не позволит сохранить гарантированную в настоящее время независимость Центрального банка России.

3. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

3.1. Экономические выгоды и издержки объединения валют

Существует огромное и постоянно растущее количество литературы по последствиям использования различных режимов обменного курса для функционирования экономики. При этом особое внимание уделяется анализу выгод и издержек жесткой привязки валют и создания валютных союзов (во вставке 2 рассматриваются различные типы валютных союзов).⁷ Анализ единых валют обычно базируется на идеях Роберта Манделла об оптимальных валютных зонах (Mundell (1961)). Основные преимущества и недостатки для какой-либо страны, желающей создать валютный союз с другой страной (или группой других стран), можно свести к следующему (Frankel (1999)).

- **Основным преимуществом объединения валют является снижение транзакционных издержек, обусловленных необходимостью обмена валюты в целях ведения бизнеса.** Транзакционные издержки конвертации валют – это финансовые издержки (комиссионные сборы и другие административные издержки, которые вынуждены нести экономические субъекты при конвертации валют через валютных дилеров) и внутрифирменные издержки (издержки, связанные с отвлечением ресурсов на осуществление валютных операций).⁸ Чем более интегрированы страны, тем большей будет экономия на транзакционных издержках вследствие создания валютного союза. В свою очередь, более низкие транзакционные издержки, вероятно, будут способствовать дальнейшему расширению торговли, повышению эффективности распределения ресурсов и тем самым достижению более высоких темпов экономического роста.⁹
- **Основным недостатком объединения валют является утрата возможности смягчения последствий крупных шоков посредством девальвации/ревальвации национальной валюты или изменения внутренней монетарной политики.** Если шоки или трансмиссионные механизмы в одной стране валютного союза отличаются от имеющих место в другой стране этого же валютного союза, то этим странам лучше

⁷ Примером является возникновение так называемой «биполярной точки зрения», сторонники которой полагают, что с увеличением мобильности капитала режимы обменного курса, занимающие промежуточное положение между валютным комитетом и свободным плаванием, в долгосрочном периоде являются неустойчивыми (Fischer (2001)). Существуют некоторые эмпирические факты, свидетельствующие о переходе стран на использование режима свободного плавания или жесткой привязки (Ghosh, Gulde, and Wolf (2003)).

⁸ По оценкам Эмерсона и др., для стран, входящих в Европейский монетарный союз, общая экономия от устранения необходимости конвертации валют, включая экономии от «сокращения неэффективности в рамках фирм», составила 0.4% от ВВП. Для малых открытых и менее развитых европейских стран подобная экономия составила, по их оценкам, 1% от ВВП (Emerson et al. (1992)).

⁹ По оценкам Фрэнкеля и Роуза, создание валютного союза ведет к более чем трехкратному увеличению товарооборота между странами, входящими в союз, без сокращения товарооборота с другими торговыми партнерами (Frankel, Rose (2000)).

проводить независимую монетарную или валютную политику. Это поможет им стабилизировать объемы выпуска и избежать болезненной корректировки макроэкономического равновесия посредством изменения заработной платы, цен и уровня занятости.

Вставка 2. Краткая типология валютных союзов

Существуют различные типы валютных союзов, отличающиеся своими характеристиками и подходами к роли центрального банка. Эти различия касаются степени, в которой страны, входящие в валютный союз, могут участвовать в принятии решений в области монетарной политики, подходов к распределению сеньоража и возможностей осуществления функции кредитора последней инстанции. Основными типами валютных союзов являются:

- **«Долларизация»:** страна переходит (с согласия страны-эмитента или в одностороннем порядке) на использование валюты другой страны в качестве законного платежного средства. Как правило, распределения сеньоража при этом не происходит, данная страна не участвует в принятии решений в области монетарной политики, а страна-эмитент формально не выполняет функцию кредитора последней инстанции для страны, использующей ее валюту. Несмотря на эти ограничения, страны выбирают (или рассматривают возможность выбора) долларизацию с целью стабилизации экономики, с тем, чтобы заслужить доверие, снизить издержки заимствования или избежать издержек, связанных с полноценным функционированием центрального банка. Примерами стран или территорий, использующих иностранную валюту, являются Панама, Сальвадор, Эквадор (все используют доллар США), Лихтенштейн (использует швейцарский франк), Андорра, Косово, Монако, Сан-Марино, Черногория (используют евро) и Кирибати (использует австралийский доллар).
- **Создание новой валютной зоны:** две или более страны решают заменить свои прежние валюты новой единой валютой, эмитируемой единым институтом, который управляется совместно всеми странами, входящими в валютный союз. Монетарная политика основывается на изменении агрегированных величин и может быть неоптимальной для отдельных стран, в особенности для тех, макроэкономические циклы в которых отклоняются от средних показателей. При этом, как правило, существуют определенные соглашения о распределении сеньоража и осуществлении функции кредитора последней инстанции. Примерами являются Европейский монетарный союз, две зоны КФА в Африке и Восточно-Карибский валютный союз.¹⁰

¹⁰ Восточно-Карибский валютный союз функционирует по правилам валютного комитета по отношению к доллару США; в двух зонах КФА используется режим фиксированного обменного курса по отношению к евро. Это ограничивает возможности проведения единой монетарной политики в этих странах.

- **Присоединение к уже существующей валютной зоне:** страна переходит на использование имеющейся валюты другой страны или присоединяется к существующему монетарному союзу и получает определенное представительство в институтах, ответственных за проведение монетарной политики, часть дохода от сеньоража и, возможно, некоторую или полную гарантию осуществления функции кредитора последней инстанции. (В зависимости от относительного размера экономик малые страны, однако, не могут оказывать существенного влияния на единую политику.) Примером является переход Восточной Германии на западногерманскую марку в 1990 г. Другой пример – валютный союз Бельгии и Люксембурга, существовавший в период с 1922 по 1999 гг. Сюда же можно отнести и новые страны, присоединяющиеся к Европейскому монетарному союзу.

Таким образом, создание валютного союза желательно для тех стран, которые тесно интегрированы в торговой и финансовой сферах и имеют схожую структуру экономики. В подобных условиях шоки, вероятно, будут воздействовать на эти страны одинаковым образом, что делает единую монетарную политику желательной и эффективной. Если же страны имеют различия, то единая монетарная политика, по всей видимости, не будет оптимальной для всех членов валютного союза. Так, в работе *Woop, Maurel (1999)* было показано, что выигрыш от перехода на евро получают те предполагаемые члены Европейского монетарного союза, экономические циклы в которых аналогичны циклу развития немецкой экономики (крупнейшей экономики в Европе).

Если страны сталкиваются с асимметричными шоками, но при этом тесно интегрированы, то потеря возможности проведения монетарной и валютной политики в качестве инструмента стабилизации экономики теоретически может быть компенсирована другими механизмами. Эти механизмы включают гибкость цен и заработной платы, мобильность трудовых ресурсов и других факторов производства, а также фискальные трансферты.¹¹

Следует отметить, что в большинстве исследований характеристик оптимальной валютной зоны рассматриваются события, имевшие место в прошлом, и не находят отражения изменения политических предпочтений. Однако некоторые авторы утверждают, что создание валютного союза представляет собой структурный сдвиг и что критерии оптимальной валютной зоны могут быть достигнуты *ex post*, даже если они не в полной мере достигнуты *ex ante*. Они увязывают это с изменениями монетарной

¹¹ Некоторые экономисты утверждают, что перераспределение дохода через федеральное правительство является одной из основных причин существования валютного союза в Соединенных Штатах, который первоначально не был оптимальной валютной зоной, без каких-либо серьезных проблем (*Sala-i-Martin, Sachs (1991)*). Другими причинами являются мобильность труда и капитала.

политики, а также с расширением международной торговли с другими странами, входящими в валютный союз.^{12,13} (Frankel, Rose (1996)).

3.2. Предварительные условия для создания операционной среды

Успешный монетарный союз должен основываться в адекватной операционной среде.¹⁴ В идеале эта среда должна обеспечивать проведение единой монетарной политики независимым и подотчетным центральным банком, не ограниченным фискальными и квазифискальными операциями или наличием слабых финансовых институтов в странах, входящих в монетарный союз.¹⁵

3.2.1. Освобождение центрального банка от необходимости реализации фискальных целей

Долгосрочная устойчивость монетарного союза требует проведения заслуживающей доверия фискальной политики всеми странами, входящими в этот союз. Теоретически страна, которая периодически оказывается не в состоянии эффективно управлять своими государственными финансами (то есть покрывать государственные расходы за счет доходов), должна или выйти из монетарного союза и монетизовать бюджетный дефицит самостоятельно, или же остаться в союзе, убедив другие страны согласиться на инфляцию. Ввиду опасения давления на центральный банк с целью оказания помощи правительствам, располагающим скудными государственными финансами, требуется введение ограничений на размер государственного долга и бюджетного дефицита (подобные ограничения для стран, входящих в Европейский монетарный союз, предусматривает Маастрихтский договор).

Другим ключевым элементом институциональных рамок, определяющих взаимоотношения между органами, ответственными за проведение

¹² С теоретической точки зрения увеличение объемов международной торговли может привести к усилению или же ослаблению корреляции деловых циклов. Например, если страны стали в большей степени специализироваться на производстве товаров, по которым они обладают сравнительными преимуществами, то, как отмечено в работе Krugman (1993), увеличение товарооборота приведет к тому, что траектории развития деловых циклов в этих странах будут расходиться. В противном случае, если преобладают шоки со стороны спроса и внутриотраслевая торговля, увеличение товарооборота приведет к тому, что траектории развития деловых циклов станут более схожими.

¹³ Свидетельством в пользу данного аргумента является опыт некоторых стран, входящих в Европейский монетарный союз. Например, Италия, Испания, Португалия, Греция, Ирландия – то есть страны, находящиеся «на периферии» (см. Bayoumi, Eichengreen (1992)), – по-видимому, не пострадали от вступления в валютный союз с Бельгией, Францией, Германией и Голландией – так называемыми «странами ядра Европейского союза».

¹⁴ В данном разделе внимание акцентируется скорее на монетарном, а не валютном союзе. К валютному союзу можно также отнести «долларизацию», которая в принципе не требует какой-либо координации усилий стран по созданию адекватной операционной среды.

¹⁵ Другим важным предварительным условием создания валютного союза является поддержка со стороны значительной части населения.

монетарной и фискальной политики, является независимость центрального банка от правительства. Так, в рамках монетарного союза, как правило, должны быть устранены возможности прямого финансирования бюджетного дефицита за счет денежной эмиссии. Взаимоотношения между единым центральным банком и национальными правительствами стран, входящих в монетарный союз, должны быть четко определены в соответствующем законодательстве.¹⁶ В нем также должно оговариваться правило распределения между правительствами прибыли центрального банка (сеньоража) (вставка 3). Кроме того, освобождение центрального банка от необходимости реализации фискальных целей предполагает, что емкость финансовых рынков стран, входящих в монетарный союз, является достаточной для размещения государственного долга.

Вставка 3. Распределение сеньоража в рамках валютного союза

Доход от сеньоража может рассматриваться как непрерывный поток прибыли, получаемой центральным банком вследствие исключительного права на осуществление функции эмиссии денег. Данный доход называется «сеньоражем», поскольку центральный банк не выплачивает проценты по денежным средствам, которые он эмитирует, имея в то же время процентный доход по активам, полученным при обмене. Теоретически доход от сеньоража может использоваться самим центральным банком (для покрытия административных расходов или увеличения резервов) или возвращаться населению. Передача дохода от сеньоража населению может происходить посредством определенного механизма перечисления прибыли центрального банка в казначейство или путем осуществления некоторых менее прозрачных квазифискальных операций. Подобная квазифискальная деятельность может быть обусловлена двойственной ролью центрального банка как регулятора финансовой и валютной систем и как банка, финансирующего правительство.

В рамках валютного союза проведение монетарной политики генерирует общий доход союза от сеньоража. Этот сеньораж, как правило, получает центральный банк валютного союза, а не центральные банки входящих в него стран. Следовательно, страны должны решить, каким образом следует использовать данный доход (в случае «долларизации» сеньораж получает центральный банк страны-эмитента валюты и распределения сеньоража со страной, использующей эту валюту, обычно не происходит). В этой связи основное внимание уделяется следующим трем вопросам: (1) распределение долей стран при распределении дивидендов центрального банка валютного союза, (2) трактовка квазифискальной деятельности цент-

¹⁶ К избыточному косвенному заимствованию правительства у центрального банка может также привести отсутствие контроля центрального банка за рефинансированием коммерческих банков и банков развития. Это рассматривалось как один из факторов, приведших к кризису Западно-Африканского монетарного союза и Центральноафриканского монетарного союза в конце 1980-х гг. и девальвации в 1994 г. (Medhora (2000)).

рального банка и (3) подотчетность центрального банка.

Распределение дивидендов центрального банка между странами, входящими в валютный союз

В рамках валютного союза единый центральный банк и страны, входящие в данный союз, должны прийти к согласию относительно долей стран при распределении потока дивидендов. Можно утверждать, что главным принципом распределения дивидендов центрального банка должно быть обеспечение равенства стран-участниц. На практике в существующих валютных союзах (Центральноафриканском монетарном союзе, Восточно-Карибском монетарном союзе, Европейском монетарном союзе и Западно-Африканском монетарном союзе) используются различные и зачастую весьма сложные подходы к расчету долей стран (см. табл. ниже).

Трактовка квазифискальной деятельности центрального банка

Квазифискальная деятельность центрального банка валютного союза может иметь значительные распределительные последствия. Если квазифискальные операции выражаются количественно, то выплачиваемые центральным банком валютного союза дивиденды должны сократиться. Несмотря на то что это будет способствовать обеспечению равенства стран-участниц валютного союза, дискреционные последствия подобных операций по-прежнему будут иметь место. Для реализации долгосрочного решения требуются более радикальные меры (проведение структурных реформ).

Подотчетность центрального банка

Наряду с установлением четких правил, регулирующих передачу дохода от сеньоража населению, необходимо также обеспечить подотчетность центрального банка валютного союза за использование дохода от сеньоража самим банком. Периодическое обнародование информации о расходах и доходах, связанных с операциями центрального банка, поможет развеять сомнения населения относительно открытости центрального банка в части использования дохода от сеньоража.

Валютный союз	Правило распределения прибыли центрального банка
1. Центральноафриканский монетарный союз (шесть государств-участников: Камерун, Центральноафриканская Республика, Чад, Конго, Экваториальная Гвинея, Габон)	Чистая прибыль центрального банка после осуществления резервных отчислений распределяется между государствами-участниками в соответствии со следующим правилом: – 15% прибыли в соответствии с объемом валюты в обращении в каждом государстве-участнике; – 15% прибыли в равном объеме между всеми государствами-участниками; – 70% прибыли исходя из относительного вклада каждого государства-участника в доход центрального банка.
2. Восточно-Карибский валютный союз (восемь государств-участников: Ангилья, Антигуа и Барбуда, Доминика, Гренада, Монтсеррат, Сент-Китс и Невис, Сент-Люсия, Сент-Винсент и Гренадины)	Часть прибыли центрального банка, полученной от инвестиций в зарубежные активы, распределяется в соответствии с объемом валюты в обращении в каждом государстве-участнике. Часть прибыли, связанной с осуществлением других приносящих доход операций, распределяется исходя из предполагаемой доли каждого государства-участника в капитале центрального банка.

Валютный союз	Правило распределения прибыли центрального банка
3. Европейский монетарный союз (двенадцать государств-участников: Австрия, Бельгия, Финляндия, Франция, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Люксембург, Голландия, Португалия, Испания)	Сумма денежного дохода центральных банков стран распределяется в соответствии с оплаченной долей в капитале Европейского центрального банка. В рамках переходного режима, действующего до 2007 г., сумма денежного дохода, поступающего в общий фонд, корректируется с учетом компенсирующих факторов, количество которых будет постепенно сокращено до нуля.
4. Западно-Африканский монетарный союз (восемь государств-участников: Бенин, Буркина-Фасо, Кот-д'Ивуар, Гвинея-Бисау, Мали, Нигер, Сенегал, Того)	После осуществления добровольных резервных отчислений, имеющих общий или целевой характер, прибыль центрального банка распределяется согласно решению, принятому Советом министров стран, входящих в союз.
5. Страны, официально использующие иностранную валюту в качестве законного платежного средства (Андорра, Эквадор, Сальвадор, Кирибати, Лихтенштейн, Монако, Панама, Сан-Марино)	Прибыль центрального банка не распределяется между странами, использующими иностранную валюту в качестве законного платежного средства.

Источники: уставы соответствующих центральных банков, ЕСВ/2001/16 (постановление Европейского центрального банка от 6 декабря 2001 г. о распределении денежного дохода центральных банков стран, входящих в валютный союз, за 2002 финансовый год).

3.2.2. Устойчивость финансового сектора

Еще одним предварительным условием долгосрочной устойчивости монетарного союза является сильный и устойчивый финансовый сектор. Финансовая нестабильность может негативно влиять на возможность единого центрального банка осуществлять контроль в денежной сфере. Кроме того, высокие издержки оказания помощи финансовым институтам приводят к значительному дефициту бюджета в некоторых странах, что может ослабить или даже разрушить монетарный союз.

Устойчивое функционирование финансового сектора стран, в том числе входящих в монетарные союзы, требует адекватного регулирования и надзора за деятельностью финансовых институтов, а также эффективных механизмов обеспечения ликвидности системы. Как правило, эти механизмы обеспечения ликвидности запрещают центральному банку оказывать неконтролируемую помощь финансовым институтам в части повышения ликвидности, но при этом определяют адекватные процедуры преодоления кризиса ликвидности. Так, центральный банк должен осуществлять функцию кредитора последней инстанции в отношении финансовых институтов, находящихся в состоянии кризиса и имеющих важное значение для поддержания стабильности системы. Несмотря на вероятное увеличение морального риска, подобная функция всегда считалась важным элементом преодоления кризиса ликвидности.¹⁷

¹⁷ В работе Eichengreen (2000) показано, что жесткая привязка (в том числе валютные комитеты и официальное использование иностранной валюты в качестве законного платежного средства) чаще приводит к банковским кризисам по сравнению с мягкой привязкой. Эйхенгрин предположил, что снижения морального риска, связанного с некоторым ограничением функции кредитора последней инстанции, недостаточно для компенсации обострения проблем банков, связанных с невозможностью осуществления функции кредитора последней инстанции.

3.3. Создание асимметричного валютного союза

При исследовании асимметричных валютных союзов необходимо принимать во внимание некоторые специфические проблемы. В рамках подобных союзов оценка выгод и издержек введения единой валюты должна предполагать рассмотрение не только прямых экономических выгод и издержек, но и следующих потенциально важных аспектов.¹⁸

3.3.1. Недостатки участия в валютном союзе малой страны

При создании асимметричного валютного союза основным недостатком участия малой страны является то, что проведение монетарной политики, по сути, осуществляется крупнейшей страной данного союза. Если малая страна принимает самостоятельное решение об использовании иностранной валюты в качестве законного платежного средства, то она, как правило, не участвует в принятии решений по монетарной политике. Если монетарная политика осуществляется при участии всех стран, входящих в валютный союз, то влияние малых стран, как правило, является незначительным.¹⁹ Следовательно, при наличии асимметричных шоков малые страны, по всей видимости, будут нести основные издержки, обусловленные неблагоприятными изменениями обменного курса или процентных ставок, если отсутствуют адекватные механизмы, позволяющие смягчить последствия этих шоков.

Издержки малой страны возрастают, если она отказывается (частично или полностью) от осуществления функции кредитора последней инстанции и/или дохода от сеньоража. Что касается функции кредитора последней инстанции, то если малая страна решает перейти на использование иностранной валюты или присоединиться к уже существующей валютной зоне на неравных условиях, то ей необходимо найти альтернативные возможности осуществления данной функции с тем, чтобы обезопасить свою финансовую систему. Например, центральный банк малой страны может накапливать резервы иностранной валюты в необходимых

¹⁸ Основными примерами асимметричных валютных союзов являются долларизация или присоединение к уже существующей валютной зоне на «неравных условиях». Однако на практике почти все валютные союзы могут рассматриваться как более или менее асимметричные: даже единый центральный банк, управляемый совместно всеми странами, входящими в валютный союз, по всей видимости, проводит монетарную политику, отражающую прежде всего интересы самой крупной страны (стран) союза.

¹⁹ Это может быть проиллюстрировано соглашениями в рамках Европейского монетарного союза. В марте 2003 г. Европейский совет принял решение изменить механизм голосования в Совете управляющих Европейского центрального банка с учетом расширения Европейского монетарного союза. В результате управляющие центральных банков, представляющие крупнейшие страны Европейского союза, получают возможность использовать право голоса практически на 80% заседаний Совета управляющих Европейского центрального банка, тогда как управляющие центральных банков, представляющие небольшие страны Европейского союза, смогут голосовать всего лишь на 30% заседаний.

объемах и осуществлять в определенных пределах функцию кредитора последней инстанции. Другой альтернативой является заключение кредитного соглашения между консорциумом иностранных банков и центральным банком малой страны, согласно которому центральный банк может быстро получить значительный кредит в случае наступления кризиса ликвидности. Кроме того, эффективное функционирование межбанковского денежного рынка, а также допуск на рынок иностранных банков (в частности, банков крупной страны, входящей в валютный союз) могут помочь предотвратить кризис ликвидности и устранить необходимость осуществления функции кредитора последней инстанции (подробнее см. в Broda, Yeyati (2003)).²⁰

Что касается возможной потери дохода от сеньоража, то необходимо принимать во внимание некоторые соображения. Малая страна, присоединяющаяся к валютному союзу, получает определенное представительство в едином центральном банке и некоторую долю его прибыли (см. вставку 3). Если малая страна, присоединяющаяся к валютному союзу, не получает никакого представительства в едином центральном банке, то она может заключить специальное соглашение о распределении сеньоража. Подобное соглашение предполагает выплаты дохода от сеньоража долларизованным странам на постоянной основе, рассчитываемые с использованием специальной формулы, или единовременный платеж, равный чистой текущей стоимости этих выплат (подробнее см. в Gruben, Wynne, and Zarazaga (2003)). Малая страна может отказаться от сеньоража, если она полагает, что выгоды от валютного союза являются достаточно большими, чтобы компенсировать потерю сеньоража (см. ниже).

3.3.2. Выгоды участия в валютном союзе малой страны

Выгоды присоединения малых стран к асимметричному валютному союзу могут превзойти рассмотренные выше недостатки подобного союза. Эти выгоды включают снижение издержек заимствования вследствие меньшей премии за валютный риск и отсутствие издержек, связанных с полноценным функционированием центрального банка. Кроме того, малые страны обычно более открыты внешней торговле по сравнению с крупными странами, и, следовательно, выгоды от экономии на трансакционных издержках, вероятно, будут иметь для них более важное значение.

Для малых стран выгоды, связанные с уменьшением потенциально высокой премии за валютный риск, весьма значительны. Многие малые страны пережили валютные кризисы, обусловленные проведением неадекватной монетарной политики. В таких условиях эти страны, по всей ви-

²⁰ Ситуация, когда возможности осуществления функции кредитора последней инстанции для всех стран, входящих в валютный союз, ограничены в соответствии с удельным весом в совокупном ВВП, оказывает негативное влияние на некоторые страны, если размер их банковской системы несопоставим с удельным весом в совокупном ВВП.

димости, получают значительный выигрыш от создания валютного союза с крупной страной, проводящей жесткую монетарную политику, где к тому же значительно более стабильная валюта.²¹ Создание подобного союза приведет к снижению внутренних валютных рисков для меньшей страны, что приведет к сокращению премии за риск (надбавки к процентным ставкам), тем самым будут стимулироваться инвестиции и экономический рост. Кроме того, малые страны, как правило, имеют менее развитые и слабые финансовые рынки по сравнению с крупными странами, что способствует установлению процентных ставок на высоком уровне и/или высоким колебаниям процентных ставок и обменного курса. Чем более изменчивым и непредсказуемым является обменный курс в определенной стране, тем большими будут выгоды от устранения внутренних валютных рисков.²² Это может также привести к уменьшению потребности в резервах иностранной валюты, поскольку малые страны обычно нуждаются в больших резервах, чем крупные страны, чтобы обезопасить себя от чрезмерных колебаний обменного курса.

Малые страны также могут предпочесть создание асимметричного валютного союза с тем, чтобы избежать издержек, связанных с полноценным функционированием центрального банка. Эти издержки включают главным образом административные расходы, издержки управления резервами иностранной валюты и издержки эмиссии и обращения национальной валюты.

4. ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ВЫГОДЫ И ИЗДЕРЖКИ ОБЪЕДИНЕНИЯ ВАЛЮТ БЕЛАРУСИ И РОССИИ

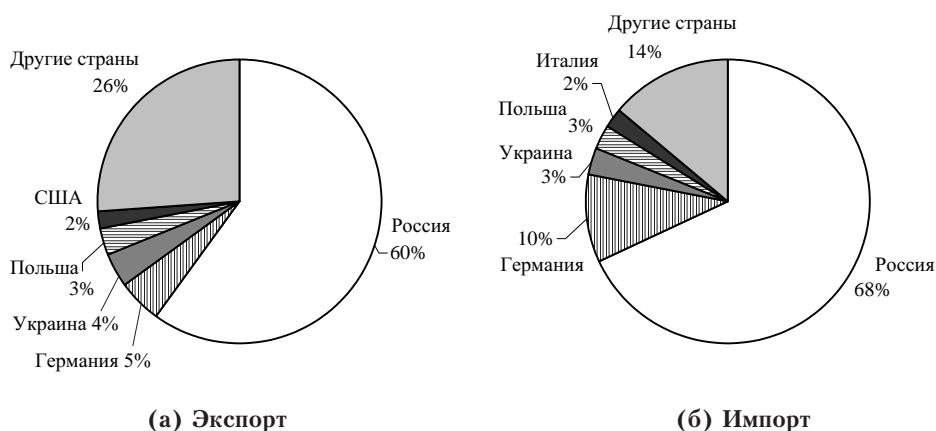
В данном разделе оценивается соответствие экономических условий в Беларуси и России требованиям, необходимым для создания успешного валютного союза. В частности, рассматриваются выгоды от введения единой валюты – возможности снижения трансакционных издержек во взаимной торговле и улучшения макроэкономической ситуации в Беларуси, – а также издержки, обусловленные возможной асимметричностью шоков, воздействующих на экономику двух стран (в табл. 2 сравниваются некоторые макроэкономические и структурные показатели Беларуси и России). Кроме того, в данном разделе рассматривается, в какой степени смягчающие факторы способствуют снижению некоторых возможных издержек.

²¹ В работе Alesina, Barro (2000) утверждается, что малая страна, пережившая высокую инфляцию и расположенная рядом с крупной страной со стабильной валютой, имеет очень сильный стимул отказаться от собственной валюты, а в работе Berg, Borensztein (2002) показано, что официальное использование иностранной валюты в качестве законного платежного средства может принести больше выгод, чем издержек, сильно долларизованным странам.

²² Необходимо отметить, что, несмотря на уменьшение премии (надбавки к процентным ставкам) за валютный риск вследствие создания валютного союза, специфические для страны премии за риск по-прежнему будут иметь место.

4.1. Структура торговли

Беларусь была сильно интегрирована в экономику бывшего Советского Союза. Спустя более чем десятилетие после развала СССР экономика Беларуси по-прежнему остается тесно связанной с экономикой России.²³ Об этом свидетельствуют объемы экспорта в Россию, составляющие около трети от ВВП (более половины всего экспорта), и импорта из России в размере 40% от ВВП (около двух третей всего импорта) (рис. 1 и 2). Россия является основным торговым партнером Беларуси, поскольку на долю второго крупнейшего торгового партнера Беларуси (Германии) приходится всего лишь около 10% импорта и 5% экспорта. В то же время на Беларусь приходится менее 10% всего внешнеторгового оборота России.²⁴



Источник: IMF (2003).

Рис. 1. Беларусь: страны-партнеры по внешней торговле, 2002 г.

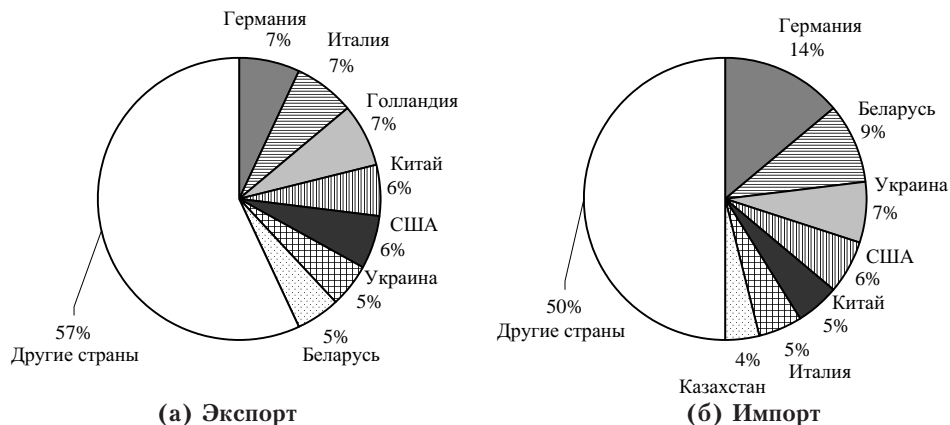
Несмотря на данную оценку структуры торговли и принимая во внимание тот факт, что более половины товарооборота между двумя странами осуществляется в российских рублях, для Беларуси объединение валют должно дать некоторую экономию вследствие снижения транзакционных издержек; для России эта экономия будет относительно небольшой.²⁵ Даже при условии, что создание валютного союза не приведет к значи-

²³ В некоторой степени это связано с медленными темпами реформирования государственных предприятий в Беларуси, которые продолжают сталкиваться с трудностями при проникновении на высоко конкурентные западные рынки.

²⁴ Несмотря на это, Беларусь по-прежнему остается одним из основных торговых партнеров России (рис. 2).

²⁵ По оценкам Национального банка Беларуси, российский и белорусский рубли используются при осуществлении около 52 и 8% торговых сделок между двумя странами соответственно. Оставшиеся 40% взаимной торговли осуществляется с использованием других валют, преимущественно доллара США.

тельному расширению взаимной торговли (поскольку существующие объемы торговли являются очень большими), объединение валют непременно даст экономию, в особенности для белорусских поставщиков, вследствие устранения транзакционных издержек, возникающих при конвертации валют. Конечно же, выгоды увеличатся, если объемы товарооборота между странами будут продолжать расти.



Источник: IMF (2003).

Рис. 2. Россия: страны-партнеры по внешней торговле, 2002 г.

4.2. Макроэкономическая стабильность

С начала 1990-х гг. макроэкономическая ситуация в Беларуси была одной из самых худших по сравнению с соседними странами. Основной причиной явилась неспособность правительства осуществлять жесткую фискальную политику, а также использование центральным банком инфляционных источников финансирования бюджетного дефицита (табл. 2). Несмотря на тенденцию к снижению, в последние пять лет темпы инфляции в Беларуси были одними из самых высоких среди стран Содружества независимых государств. Высокие темпы инфляции и обесценивание валюты, в свою очередь, способствовали долларизации экономики и привели к неспособности правительства привлечь значительные иностранные инвестиции.

Исходя из сказанного, для Беларуси основным преимуществом создания валютного союза с Россией может быть обеспечение относительно более стабильной макроэкономической ситуации. Фактически валютный союз позволил бы Беларуси «импортировать» текущую макроэкономическую стабильность из России. Союз, вероятно, привел бы к снижению темпов инфляции и уменьшению валютных рисков в Беларуси. Более низкая инфляция способствовала бы сглаживанию эконо-

Таблица 2

Беларусь и Россия: основные показатели, 2000–2003 гг.

	2000	2001	2002	2003
Темпы роста ВВП, %				
Беларусь	5.8	4.7	5.0	6.8
Россия	10.0	5.1	4.7	7.3
ИПЦ (на конец периода), %				
Беларусь	107.5	46.1	34.8	25.4
Россия	20.1	18.6	15.1	12.0
Дефицит бюджета, % от ВВП				
Беларусь	-0.2	-1.9	-1.8	-1.4
Россия	2.7	3.0	0.6	1.0
Кредиты центрального банка правительству (чистые), % от ВВП				
Беларусь ¹	1.3	1.2	-1.2	1.0
Россия	-1.2	-1.9	-0.6	-1.4
Сальдо текущего счета, % от ВВП				
Беларусь	-2.6	-3.5	-2.6	-2.9
Россия	17.8	10.7	8.8	8.9
Торговый баланс, % от ВВП				
Беларусь	-6.8	-6.5	-6.3	-7.1
Россия	23.1	15.7	13.2	13.9
Валовые официальные резервы, месяцев импорта				
Беларусь	0.5	0.5	0.6	0.5
Россия	5.5	5.7	6.9	9.1
Внешний долг по всем секторам экономики, % от ВВП				
Беларусь	16.2	19.8	21.1	19.5
Россия	62.1	49.1	43.4	39.2
Торговый оборот, % от ВВП				
Беларусь	120.2	141.3	130.8	136.2
Россия	57.6	50.8	48.7	48.7
Население, млн				
Беларусь	10.0	10.0	9.9	–
Россия	145.4	144.8	144.2	–
ВВП на душу населения, долл.				
Беларусь	1274	1239	1437	–
Россия	1785	2137	2400	–
Малая приватизация, индекс ЕБРР²				
Беларусь	2	2	2	2.3
Россия	4	4	4	4
Приватизация крупных предприятий, индекс ЕБРР²				
Беларусь	1	1	1	1
Россия	3.3	3.3	3.3	3.3
Реформа предприятий, индекс ЕБРР²				
Беларусь	1	1	1	1
Россия	2	2.3	2.3	2.3
Реформа банковской системы, индекс ЕБРР²				
Беларусь	1	1	1.7	1.7
Россия	1.7	1.7	2	2
Реформа небанковских финансовых институтов, индекс ЕБРР²				
Беларусь	2	2	2	2
Россия	1.7	1.7	2.3	2.7
ВВП Беларуси, % от ВВП России	4.9	4.1	4.2	4.0
Денежная база в Беларуси, % от денежной базы в России	1.9	2.3	2.0	1.6
Денежная масса М2 (рублевая) в Беларуси, % от денежной массы М2 (рублевой) в России	1.3	1.5	1.6	1.4

¹ В 2002 г. чистые кредиты Национального банка Беларуси правительству были отрицательными по причине осуществления крупной приватизационной сделки в конце года.

² Показатели прогресса в области малой приватизации, приватизации крупных предприятий, реформы предприятий, банковской системы и небанковских финансовых институтов Европейского банка реконструкции и развития варьируются от 1 до 4+, где более высокий показатель свидетельствует о большем прогрессе, достигнутом в области осуществления приватизации/реформ.

Источники: государственные органы Беларуси и России, Европейский банк реконструкции и развития и оценки авторов.

номических диспропорций и снижению неопределенности для инвесторов, а значит, снижению реальных процентных ставок. Что касается валютных рисков, то создание валютного союза полностью устранило бы риски, связанные с колебаниями курса белорусского рубля по отношению к российскому рублю, хотя валютные риски, связанные с другими валютами, по-прежнему будут иметь место.²⁶ Как следствие, улучшение макроэкономической ситуации способствовало бы привлечению новых инвестиций и более тесной интеграции Беларуси с Россией и другими странами.

В то же время поддержание макроэкономической стабильности в Беларуси потребует изменения фискальной политики и успешного проведения структурных реформ (раздел 5). Так, фискальная политика должна быть скорректирована с целью устранения неопределенности, которая приводит к значительным премиям за риск и низкому спросу на государственные ценные бумаги. Аналогичным образом, «здоровье» банковской системы не должно вызывать беспокойства у населения.

4.3. Асимметричность шоков

Региональные шоки, в особенности шоки, изменяющие условия торговли, вероятно, оказывают весьма асимметричное воздействие на Беларусь и Россию, главным образом по причине различных отраслевых структур и разной степени открытости экономик двух стран (табл. 2, рис. 3 и 4).²⁷ Беларусь имеет крупный внешнеторговый и сельскохозяйственный секторы экономики, в то время как Россия – крупный энергетический и производящий неторгуемые товары секторы экономики. Беларусь экспортирует главным образом продукцию обрабатывающей промышленности, тогда как в российском экспорте преобладают сырье и материалы. Соответственно, деловые циклы в двух странах следуют различным траекториям развития, что обуславливает достаточно слабую корреляцию между темпами роста ВВП России и Беларуси.²⁸

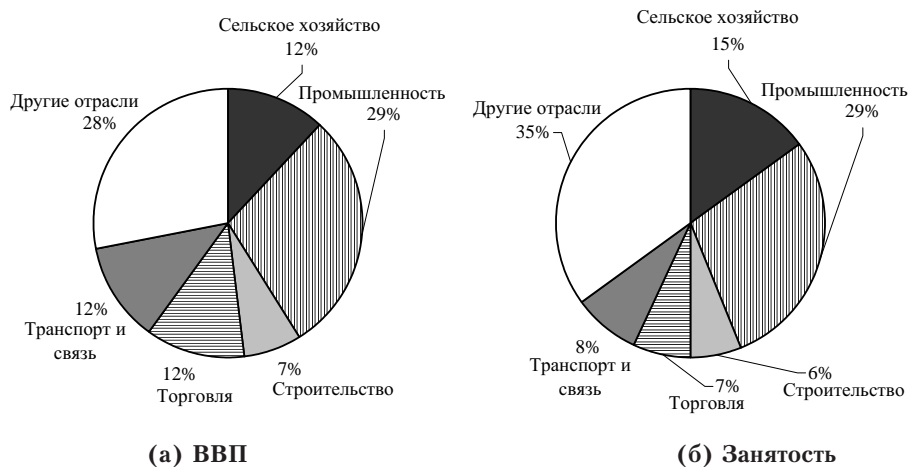
Исходя из этого, введение единой валюты, вероятно, сделает экономику Беларуси более уязвимой к внешним шокам. Например, продолжение укрепления единой валюты вследствие благоприятной для России внешней среды (например, в случае сохранения высоких мировых цен на нефть

²⁶ Во время написания данной статьи Беларусь использовала режим плавающего коридора обменного курса по отношению к доллару США и российскому рублю. С конца 2002 г. подобное одновременное таргетирование обменного курса по отношению к двум валютам фактически было непротиворечивым вследствие относительной стабильности обменного курса российского рубля к доллару США.

²⁷ Интересно отметить, что шоки, вероятно, также оказывают асимметричное воздействие на различные регионы самой России.

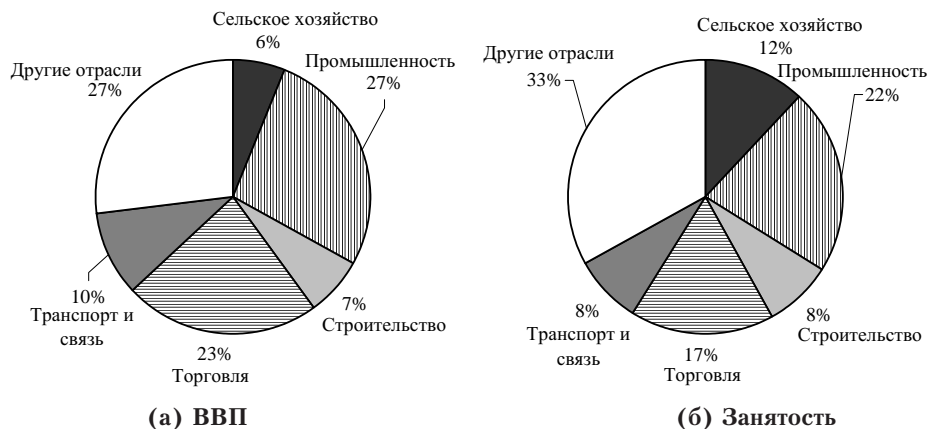
²⁸ При использовании квартальных данных за период 1997–2002 гг. и корректировке на сезонность коэффициент корреляции между темпами роста реального ВВП Беларуси и России составляет по оценкам всего лишь 0.14.

и другие товары российского экспорта) потенциально может подорвать конкурентоспособность белорусских товаров и привести к снижению темпов роста экономики Беларуси.²⁹



Источник: статистические приложения к страновым отчетам Международного валютного фонда.

Рис. 3. Беларусь: структура ВВП и занятости по отраслям экономики, 2002 г.



Источник: статистические приложения к страновым отчетам Международного валютного фонда.

Рис. 4. Россия: структура ВВП и занятости по отраслям экономики, 2002 г.

²⁹ К аналогичному результату могут привести высокие темпы роста производительности труда в России, обусловленные, например, решительной реструктуризацией предприятий или новыми инвестициями.

4.4. Существуют ли какие-либо механизмы, позволяющие устранить асимметрию?

Одним из важных факторов, который может смягчить некоторые последствия различий экономических систем Беларуси и России, является характер взаимной торговли между странами. Белорусско-российские торговые отношения в значительной степени базируются на поставках сырья и электроэнергии для переработки в химикаты, светлые нефтепродукты и другую конечную продукцию, поставляемую главным образом на экспорт в третьи страны. Например, крупные нефтеперерабатывающие предприятия в Беларуси – построенные преимущественно в советский период – по-прежнему зависят от поставок нефти из России. Следовательно, какой-либо шок, воздействующий на сектор экономики России, производящий торгуемые товары, вполне может затронуть и сектор экономики Беларуси, производящий торгуемые товары.

Другие, более традиционные, механизмы, позволяющие устранить асимметричную реакцию на макроэкономические шоки, могут включать: (1) мобильность трудовых ресурсов, (2) гибкость заработной платы и (3) фискальные трансферты.

4.4.1. Мобильность трудовых ресурсов

Мобильность трудовых ресурсов между Беларусью и Россией потенциально очень высока. Беларусь и Россия длительное время входили в состав одной страны, и население обеих стран продолжает поддерживать тесные связи. Широко распространены смешанные браки, что свидетельствует об общности культуры и большом сходстве языков. Кроме того, географическая близость и безвизовый режим въезда также способствуют мобильности трудовых ресурсов.

Достоверные данные о мобильности трудовых ресурсов между Беларусью и Россией отсутствуют, однако, по всей видимости, в настоящее время она находится на низком уровне. В самой России внутренняя мобильность трудовых ресурсов является низкой (Andrienko, Guriev (2003)), что в определенной степени отражает наличие административных барьеров.³⁰ Важными факторами, ограничивающими мобильность трудовых ресурсов, являются также высокие издержки смены места жительства и относительно неразвитый рынок жилья, служащие финансовым ограничением для людей, которые хотели бы переехать на другое место.³¹ Отсутствие заинтересованности в выезде из Беларуси может быть также связа-

³⁰ Например, Экман утверждает, что в России по-прежнему существует советская система выдачи разрешений на жительство (прописки), несмотря на противоречие российской Конституции (Ekman (2000)).

³¹ В работе Andrienko, Guriev (2003) утверждается, что до трети российских регионов находится в ловушке бедности, когда люди не располагают достаточными ресурсами для переезда в более богатые регионы.

но с высокими социальными выплатами и государственным обеспечением «социальных услуг» в Беларуси (Sewell (1997)).³²

4.4.2. Гибкость заработной платы

В то время как в России достигнут значительный прогресс в сфере либерализации заработной платы, в Беларуси заработная плата по-прежнему жестко контролируется государством.³³ Не позволяя реальной заработной плате изменяться таким образом, чтобы уравнивать желаемое предложение труда и спрос на труд со стороны предприятий, ограниченная гибкость заработной платы явилась одной из причин тяжелого финансового положения предприятий и увеличения фискальных диспропорций в Беларуси.

4.4.3. Фискальные трансферты

Эффективным механизмом решения отмеченной выше проблемы асимметричности шоков могут быть фискальные трансферты. Так, можно утверждать, что последствия внешних шоков для Беларуси не должны значительно отличаться от последствий этих шоков для соседних Брянской, Псковской или Смоленской областей России, отраслевая структура которых в целом схожа с белорусской (в частности, эти области имеют крупный сельскохозяйственный сектор и практически лишены запасов полезных ископаемых). В то же время данные области получают фискальные трансферты от федерального правительства России, которые помогают смягчить последствия шоков.

Однако соглашение по созданию аналогичного механизма фискального федерализма между Беларусью и Россией с целью обеспечения объединения валют не было достигнуто. Несмотря на то что Беларусь потребовала от России выплаты компенсаций в связи с потерями, обусловленными использованием принципа страны происхождения при взимании

³² Следуя советской традиции, белорусские предприятия финансируют строительство жилья для своих работников, детских садов и летних лагерей для их детей, а также содержание местной инфраструктуры, то есть обеспечение отопления, подачи электроэнергии и воды и т.д. В России же государственные предприятия в целом освобождены от подобных обязательств.

³³ Белорусское правительство осуществляет такой контроль в государственном секторе посредством тарифной системы, которая включает единую тарифную сетку рабочих и служащих, тарифную ставку первого разряда и единый классификатор профессий и работ. В рамках этой системы правительство устанавливает тарифную ставку первого разряда, что автоматически приводит к изменению ставок других разрядов. Подобная система способствует сокращению разницы в заработной плате, хотя этому в некоторой степени препятствуют премии и другие выплаты, получаемые работниками (подробности см. в IMF (2004b)). Российское правительство использует схожую систему, однако удельный вес государственного сектора в экономике России наполовину меньше, чем в экономике Беларуси. Другим примером контроля за заработной платой в Беларуси является указание президента повысить к концу 2005 г. ежемесячную заработную плату в стране как минимум до эквивалента 250 долл. с уровня менее чем 100 долл. в 2001 г.

косвенных налогов во взаимной торговле, планов по созданию определенного межгосударственного механизма осуществления фискальных трансфертов (наподобие «интеграционного фонда» в Европейском союзе, предназначенного для субсидирования более бедных регионов) не существует.³⁴

Вплоть до 2004 г. Беларусь получала от России крупные неявные импортные субсидии в форме низких цен на природный газ.³⁵ Эти субсидии позволяли белорусским домашним хозяйствам и предприятиям платить более низкие цены за электроэнергию и отопление. Как таковые, они представляли собой определенный механизм, способствовавший смягчению последствий асимметричных шоков, воздействующих на регионы-производители и регионы-потребители газа. Однако с начала 2004 г., когда компания «Газпром» приостановила поставки газа в Беларусь после того, как руководство страны и «Газпром» не пришли к согласию по вопросу приватизации «Белтрансгаза», Беларусь была вынуждена покупать газ по значительно более высоким ценам у других российских поставщиков (см. IMF (2004a)). В июне 2004 г. Беларусь и Россия заключили соглашение о том, что Россия будет продавать Беларуси газ по цене, действующей в настоящее время для Украины, в то время как Беларусь установит более высокие тарифы за транзит газа компанией «Газпром» через свою территорию.

5. СПОСОБСТВУЕТ ЛИ ОПЕРАЦИОННАЯ СРЕДА ОБЪЕДИНЕНИЮ ВАЛЮТ БЕЛАРУСИ И РОССИИ?

5.1. Фискальная и квазифискальная политика

В последние годы ситуация с исполнением бюджета в Беларуси была значительно хуже, чем в России. В 2000–2003 гг. Беларусь имела бюджетный дефицит в среднем в размере 1.3% от ВВП по сравнению со средним бюджетным профицитом в 1.8% от ВВП в России (табл. 2). Несмотря на то что в настоящее время уровень бюджетного дефицита в Беларуси является невысоким, а внешний долг остается относительно небольшим (отчасти вследствие того, что иностранные кредиторы избегают предоставления кредитов Беларуси), более жесткая фискальная политика по-прежнему необходима Беларуси в силу следующих причин.

³⁴ Оценки «потерь» бюджета Беларуси в связи с использованием принципа страны происхождения варьируются от 150 до 200 млн долл. в год. Как сообщается, руководство России пообещало компенсировать Беларуси данные потери за два года, предшествующие созданию возможного валютного союза.

³⁵ В рамках соглашения, подписанного одновременно с Планом совместных действий, Беларусь должна была получить квоту, в соответствии с которой российская монополия «Газпром» будет поставлять природный газ по такой же низкой цене, как и цена для приграничных областей России (данная цена, как правило, составляет треть от цены мирового рынка), при условии продажи значительного пакета акций компании «Белтрансгаз», осуществляющей транспортировку и распределение газа.

- Во-первых, отчетные данные по бюджетному дефициту не полностью отражают состояние фискальной политики в Беларуси. Причиной является широкое использование квазифискальных операций, включающих перекрестное субсидирование цен на электроэнергию и прямые кредиты находящихся в собственности государства коммерческих банков отдельным группам заемщиков, предоставляемые зачастую по ставкам ниже рыночных.
- Во-вторых, по крайней мере до 2004 г. значительная часть дефицита бюджета в Беларуси финансировалась за счет прямых кредитов Национального банка (табл. 2). В отличие от этого, с 1995 г. Центральному банку России запрещено прямое кредитование правительства.³⁶ Однако в рамках соглашения о создании монетарного союза доступ белорусского правительства к ресурсам центрального банка будет либо запрещен, либо существенно ограничен.
- В-третьих, изменение фискальной политики необходимо по причине ограниченного доступа Беларуси к международным рынкам капитала. Например, в 2000–2003 гг. чистое внешнее финансирование дефицита консолидированного бюджета составляло минус 0.1% от ВВП, что означало: Беларусь отдает долги иностранным кредиторам, вместо того чтобы финансировать свои потребности. В то же время создание валютного союза расширит доступ белорусского правительства к финансированию через российские рынки капитала.
- И, наконец, без осуществления необходимых структурных реформ (см. ниже) темпы экономического роста в Беларуси в долгосрочном периоде, вероятно, останутся неизменными или же сократятся. Это приведет к необходимости увеличения налогового бремени в будущем.

Изменение фискальной политики должно предполагать в первую очередь сокращение государственных расходов, поскольку белорусские предприятия несут более высокое налоговое бремя по сравнению с аналогичными предприятиями в России (в Беларуси соотношение налоговых поступлений и ВВП является одним из самых высоких среди стран с переходной экономикой). Ранее одной из основных причин такого положения дел было доминирование государства в экономике. В то же время опыт других стран Содружества независимых государств показывает, что структурные реформы активизируют уклонение от уплаты налогов и приводят к снижению налоговых поступлений.

³⁶ Свободный доступ белорусского правительства к ресурсам центрального банка явился препятствием на пути развития динамичного рынка государственных ценных бумаг. К аналогичному результату ведут устанавливаемый административным путем потолок процентных ставок по государственным ценным бумагам (на уровне ставки рефинансирования) и неэффективное управление портфелями ценных бумаг финансовыми институтами.

5.2. Финансовая политика

В целом, финансовые секторы обеих стран остаются относительно неразвитыми: доминирующее положение в них занимают находящиеся в собственности государства коммерческие банки. В то же время в России приватизация и реформы в корпоративном секторе позволили создать относительно более развитую банковскую систему, а также динамично развивающийся рынок ценных бумаг (табл. 2). Все имеющиеся показатели свидетельствуют о том, что уровень финансового посредничества в Беларуси намного ниже, чем в России (табл. 3). По сравнению с Беларусью в России выше уровень монетизации экономики и кредитов (в % от ВВП) и больше денежный мультипликатор. Крупнейшие российские банки располагают гораздо большим капиталом или активами, чем крупнейшие белорусские банки.³⁷ В 2003 г. капитализация российского рынка ценных бумаг составила около 37% от ВВП, в то время как в Беларуси она была незначительной.³⁸

Таблица 3

Беларусь и Россия: отдельные показатели финансового посредничества, 2000–2003 гг.

	2000	2001	2002	2003
Рублевая составляющая широкой денежной массы, % от ВВП				
Беларусь	7.0	7.3	7.6	9.5
Россия	15.7	17.9	19.6	24.2
Широкая денежная масса, % от ВВП				
Беларусь	17.4	15.2	15.0	17.1
Россия	21.4	23.7	26.2	29.8
Кредиты экономике, % от ВВП				
Беларусь	16.5	14.9	15.4	17.8
Россия	13.1	16.7	18.7	22.4
Денежный мультипликатор по широкой денежной массе в национальной валюте				
Беларусь	2.01	1.84	2.09	2.07
Россия	2.20	2.23	2.27	3.27
Спрэд между процентными ставками по 3-месячным депозитам и кредитам, %				
Беларусь	0.5	16.5	10.5	11.5
Россия	6.6	9.2	6.5	7.5
Уровень долларизации, депозиты в иностранной валюте в % от широкой денежной массы				
Беларусь	59.8	52.1	49.2	44.4
Россия	26.9	24.5	25.4	18.9
Количество коммерческих банков				
Беларусь	31	29	28	–
Россия	1311	1319	1329	–
Капитализация рынка ценных бумаг, % от ВВП				
Беларусь	4.1	2.9	–	–
Россия	15.3	25.7	36.5	–

Источники: государственные органы Беларуси и России, Европейский банк реконструкции и развития и оценки авторов.

³⁷ Если использовать данные на конец 2003 г., то два крупнейших белорусских банка по величине активов могут быть поставлены соответственно во вторую и четвертую десятки крупнейших российских банков.

³⁸ По данным Белорусской валютно-фондовой биржи, в 2001 г. объем сделок с ценными бумагами составил всего лишь около 0.5 млн долл.

В целом, отчетные показатели финансовой устойчивости более благоприятны в России, чем в Беларуси (табл. 4).³⁹ Несмотря на то что по данным отчетов белорусские банки имеют относительно высокий уровень капитала, а доля проблемных кредитов сокращается, официальные данные показывают, что почти половина предприятий являются убыточными, и это заставляет усомниться в адекватности бухгалтерских стандартов классификации кредитов. Кроме того, учитывая высокий удельный вес валютных активов и обязательств – деноминированных преимущественно в долларах США – в банковских балансах, белорусские банки в значительной степени подвержены прямым и косвенным валютным рискам. Эти валютные риски усугубляются очень низким уровнем международных резервов Национального банка Беларуси (см. табл. 2).

Таблица 4

**Беларусь и Россия: отдельные показатели
финансовой устойчивости, 2000–2003 гг.**

	2000	2001	2002	2003
Уровень достаточности капитала, %				
Беларусь	24.4	20.7	24.2	27.3
Россия	19.0	20.3	19.1	19.1
Проблемные кредиты, % от общей суммы кредитов				
Беларусь	15.2	14.4	8.3	3.7
Россия	7.7	6.2	5.6	5.0
Резервы по проблемным кредитам, % от суммы проблемных кредитов				
Беларусь	77.6	57.5	28.8	51.7
Россия	102.6	108.1	112.5	118.0
Рентабельность активов, %				
Беларусь	1.0	0.8	1.0	1.2
Россия	0.9	2.4	2.6	2.6
Прибыль на собственный капитал, %				
Беларусь	4.8	4.9	4.4	6.1
Россия	8.0	19.4	18.0	17.8

Источники: государственные органы Беларуси и России, Европейский банк реконструкции и развития и оценки авторов.

Неэффективное функционирование белорусских банков является главным образом результатом государственного вмешательства в оперативное управление банками. Белорусскому правительству прямо или косвенно принадлежат четыре крупнейших банка страны, доля которых на рынке с точки зрения активов составляет около 70%. Государство использует эти банки с целью предоставления кредитов «приоритетным» секторам экономики или предприятиям, зачастую на льготных условиях. В свою очередь, эти банки имеют привилегированный доступ к ресурсам центрального банка и правительства. Доминирование государства и отсутствие рыночных условий в банковской системе не позволяют банкам жесто-

³⁹ Кроме того, российские банки имеют более высокие рейтинги, присвоенные международными рейтинговыми агентствами, по сравнению с белорусскими банками. Например, в 2003 г. агентство «Fitch» присвоило многим российским банкам рейтинг на уровне «В», тогда как лишь один банк в Беларуси получил рейтинг «С».

чить оценку кредитоспособности и повысить возможности по управлению рисками. Белорусское правительство периодически увеличивает уставной капитал этих контролируемых государством банков. С этой ситуацией необходимо будет разобраться до создания валютного союза, поскольку возможности увеличения уставного капитала банков или даже обеспечения их поддержки в качестве кредитора последней инстанции значительно сократятся или полностью исчезнут.

5.3. Экономическая среда

В отличие от России экономическая среда в Беларуси характеризуется государственным контролем над 80% экономики. Белорусское правительство устанавливает производственные задания для компаний, находящихся под его контролем, не позволяет увольнять избыточную рабочую силу, устанавливает административным путем целевые ориентиры роста заработной платы и вынуждает предприятия осуществлять квазифискальные операции, в том числе перекрестное субсидирование других предприятий. Несмотря на то что эти предприятия получают от государства поддержку в виде прямых кредитов и тарифной и нетарифной защиты, около половины из них являются убыточными, и без изменения институциональной и регулятивной среды доля убыточных компаний может увеличиться еще больше.

С другой стороны, зарождающийся в Беларуси частный сектор экономики страдает от бюрократизма, в том числе от обременительных требований получения лицензий, вмешательства налоговых органов и постоянных изменений законодательства. Государство по-прежнему сохраняет за собой право введения «золотой акции» на частном предприятии, даже если это не было оговорено во время его приватизации (президент Беларуси может издать декрет, предоставляющий правительству значительный контроль над любым предприятием, в котором государству принадлежит хотя бы одна акция). Как следствие, Беларусь так и не смогла привлечь значительные прямые иностранные инвестиции.⁴⁰

Нежелание правительства предоставить государственным предприятиям операционную независимость негативно сказалось на процессе приватизации. Например, причиной провала попыток белорусского правительства продать часть своих акций крупных нефтехимических предприятий в 2002 г. явилось тяжелое бремя квазифискальных операций, осуществление которых служит одним из условий приватизации.

Ожидается, что создание валютного союза приведет к усилению конкуренции и ограничению поддержки государственных предприятий посредством квазифискальных мер. Поэтому руководству Беларуси необхо-

⁴⁰ В настоящее время значительная часть прямых иностранных инвестиций в Беларусь поступает в рамках реализации единственного проекта – строительства газопровода «Ямал–Европа» российской компанией «Газпром».

димо принять меры по повышению эффективности предприятий путем выравнивания условий хозяйствования с Россией, в том числе через унификацию налогового и торгового законодательства, кодексов и инструкций, регулирующих экономическую деятельность, с соответствующими российскими. Приватизация находящихся в собственности государства предприятий, предоставление предприятиям операционной независимости и права прекратить заниматься убыточными видами деятельности в значительной степени облегчат достижение этих целей и, кроме того, будут способствовать привлечению иностранных инвестиций.

6. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Долгосрочный чистый экономический эффект предполагаемого валютного союза Беларуси и России точно определить невозможно. С одной стороны, тесные торговые связи между двумя странами и относительно нестабильная макроэкономическая ситуация в Беларуси предполагают, что создание валютного союза принесет Беларуси значительные выгоды в виде снижения транзакционных издержек и улучшения макроэкономической ситуации. С другой стороны, не выполняется условие симметрии макроэкономических условий: в Беларуси и России различные экономические системы, которые вследствие этого подвержены асимметричным шокам. Фактически корреляция между темпами роста реального ВВП двух стран является относительно небольшой. В то же время особый характер торговли между двумя странами, а также возможности повышения мобильности факторов производства могут, по крайней мере частично, компенсировать издержки асимметричных шоков.

Другая важная проблема создания успешного валютного союза Беларуси и России заключается в формировании адекватной операционной среды. Беларуси необходимо ускорить проведение институциональных и структурных реформ с тем, чтобы приблизиться к России. Эти реформы должны включать масштабное изменение фискальной политики, направленное на сокращение бюджетного дефицита, ликвидацию квазифискальных операций и значительного государственного контроля над экономикой. Создание валютного союза Беларуси и России может выступить в качестве катализатора процесса осуществления структурных реформ в Беларуси. Однако если реформы не провести быстро и до объединения денежных систем, то создание валютного союза будет равнозначно «шоковой терапии», предполагающей немедленное и полное устранение бюджетных субсидий и квазифискальной поддержки предприятий и банков в Беларуси.

И, наконец, валютный союз может функционировать только в случае наличия централизованной монетарной политики, которую проводит независимый центральный банк. В этом отношении хорошим примером служит история дезинтеграции в монетарной сфере Беларуси и России, произошедшей в 1993 г. Заинтересованность центральных банков Беларуси, России и всех других стран, входивших в состав Советского Союза, в

чрезмерном увеличении денежной массы, а также отсутствие единой монетарной политики вследствие прекращения централизованного планирования привели к неконтролируемой инфляции 1991–1993 гг., которая способствовала развалу «рублевой зоны». Таким образом, обсуждаемый в настоящее время валютный союз Беларуси и России может функционировать, только если (1) Беларусь согласится на «рублизацию» своей экономики путем перехода на использование российского рубля в сроки, установленные Центральным банком России, и на его условиях или (2) обе страны согласятся на более тесную интеграцию в экономической и политической сферах – параллельно с объединением денежных систем, – и при этом Россия выразит готовность выделить значительные фискальные трансферты с целью содействия реструктуризации белорусской экономики. Все другие промежуточные варианты обречены на провал.

ЛИТЕРАТУРА

Alesina, A., Barro, R.J. (2000) Currency Unions, *NBER Working Paper*, 7927, September.

Andrienko, Y., Guriev, S. (2003) Determinants of Interregional Mobility in Russia: Evidence from Panel Data, *CEFIR Working Paper*, 28, February.

Bayoumi, T., Eichengreen, B. (1992) Is There a Conflict between EC Enlargement and European Monetary Unification? *NBER Working Paper*, 3950, January.

Berg, A., Borensztein, E. (2000) The Pros and Cons of Full Dollarization, *IMF Working Paper*, WP/00/50, March.

Boone, L., Maurel, M. (1999) An Optimal Currency Area Perspective of the EU Enlargement to the CEECs, *CEPR Discussion Paper*, 2119, March.

Broda, C., Yeyati, E.L. (2003) Dollarization and the Lender of Last Resort, E.L. Yeyati, F. Sturzenegger (eds), *Dollarization*, Cambridge, MIT Press.

Colton, T.J. (2002) Belarusian Public Opinion and the Union with Russia, M.M. Balmaceda, J.I. Clem, and L.L. Tarlow (eds), *Independent Belarus: Domestic Determinants, Regional Dynamics, and Implications for the West*, Cambridge, Harvard University Press.

Eichengreen, B. (2000) *When to Dollarize*, paper presented at the conference “Dollarization: A Common Currency for the Americas?” organized by the Federal Reserve Bank of Dallas, March 6–7, http://www.dallasfed.org/news/latin/00dollar_eichengr.pdf.

Ekman, P. (2000) Two Kopek’s Worth – Passports Are the Root of All Evil, *Moscow Times*, November 3.

Emerson, M., Gros, D., Italianer, A., Pisani-Ferry, J., and Reichenebach, H. (1992) *One Market – One Money*, Oxford, Oxford University Press.

Fisher, S. (2001) *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* paper presented at the meeting of the American Economic Association, New Orleans, January 6, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>.

Frankel, J.A. (1999) No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times, *NBER Working Paper*, 7338, September.

Frankel, J.A., Rose, A.K. (1996) The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *NBER Working Paper*, 5700, August.

Frankel, J.A., Rose, A.K. (2000) Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output, *NBER Working Paper*, 7857, August.

Ghosh, A.R., Gulde, A.-M., and Wolf, H.C. (2003) *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences*, Cambridge, MIT Press.

Gruben, W.C., Wynne, M.A., and Zarazaga, C.E.J.M. (2003) Implementation Guidelines for Dollarization and Monetary Unions, E.L. Yeyati, F. Sturzenegger (eds), *Dollarization*, Cambridge, MIT Press.

IMF (2003) *Directions of Trade Statistics*, Washington, International Monetary Fund.

IMF (2004a) Republic of Belarus: Selected Issues, *IMF Country Report*, 04/139, May. (Рус. перев. – МВФ (2004а) Республика Беларусь: отдельные вопросы, *Доклад МВФ по стране*, 04/139, май, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/rus/cr04139r.pdf>. – Здесь и далее – прим. перев.)

IMF (2004b) Republic of Belarus: 2004 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Belarus, *IMF Country Report*, 04/141, May. (Рус. перев. – МВФ (2004b) Республика Беларусь: Консультации в соответствии со Статьей IV – Доклад персонала; Сообщение представителя персонала; Информационное сообщение для общественности о решении Исполнительного совета; Выступление Исполнительного директора от Республики Беларусь, *Доклад МВФ по стране*, 04/141, май, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/rus/cr04141r.pdf>.)

Krugman, P. (1993) Lessons of Massachusetts for EMU, F. Giavazzi, F. Torres (eds), *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, New York, Cambridge University Press, 241–261.

Medhora, R. (2000) *Dollarization in the Americas: Lessons from the Franc Zone?* paper prepared for the NSI conference on Dollarization in the Western Hemisphere, Ottawa, October 4–5.

Mundell, R.A. (1961) A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 51, 4, September, 657–665. (Рус. перев. – Манделл Р.А. (2002) Теория оптимальных валютных зон, *Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон*, Москва, Дело, 62–76.)

Odling-Smee, J., Pastor, G. (2001) The IMF and the Ruble Area, 1991–1993, *IMF Working Paper*, WP/01/101, August.

Sala-i-Martin, X., Sachs, J. (1991) Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States, *NBER Working Paper*, 3855, October.

Sewell, D. (1997) Enterprises Divesting Social Assets – The Belarus Story, *Transition*, 8, 3, June.