



Russian-European Centre for Economic Policy (RECEP)

Российско-Европейский Центр Экономической Политики (РЕЦЭП)

О пользе двойного дефицита США для российской экономики.

Демид Голиков

2005 Moscow | Москва 2005



This project
is funded by the EU

Этот проект
финансируется ЕС



Tel (7-095) 926-0411
Fax (7-095) 926-0299
E-mail info@recep.ru
Web www.recep.ru
Russia 107996 Moscow, K-31, GSP-6
Kuznetsky most str., 21/5, entr.1



This project is implemented by the
Bureau of economic management
and legal studies
Этот проект реализует Бюро
экономического менеджмента и
правовых исследований

О пользе двойного дефицита США для российской экономики

Демид Голиков

В статье обсуждаются последствия долгосрочного понижения доллара для обменного курса рубля и платежного баланса России. Доказывается, что в условиях заниженного реального курса рубля и при существующих структуре и объеме российской внешней торговли это приведет к сокращению инфляционного давления на экономику и улучшению ценовой конкурентоспособности отечественной продукции. Понижение доллара также облегчит переход к полной конвертируемости рубля.

Одной из главных экономических новостей конца 2004 года стало рекордное падение доллара США относительно основных мировых валют. В середине ноября, после примерно годичной консолидации, доллар показал исторические (с 1992 года, когда распалась Европейская денежная система фиксированных курсов) минимумы по евро, швейцарскому франку и английскому фунту, трехлетний минимум по йене и начал быстро и равномерно падать. За полтора месяца, с середины октября, доллар упал более чем на 6% против йены, более чем на 7% против евро и более чем на 9% против франка, используемого трейдерами в качестве резервной валюты. Аналогичная ситуация наблюдается даже по валютам экономически связанных с США стран: американский доллар потерял около 8% относительно австралийского доллара и 6% относительно английского фунта, канадского доллара и бразильского реала. При этом кросс-курсы остальных основных валют сохраняются практически неизменными.

Происходит закрепление долгосрочной тенденции понижения доллара – тенденции, связанной с фундаментальными факторами, прежде всего, со значительным двойным дефицитом экономики США (дефицит бюджета и дефицит баланса текущих операций). Переизбрание Джорджа Буша стало достаточно уверенным сигналом того, что преодоление двойного дефицита будет происходить постепенно и за счет политики ослабления доллара (а не за счет внутренних фискальных мер).

Основной объем торговых операций, инвестиций и трансфертов в российской экономике происходит в долларах и евро, поэтому соотношение этих двух валют представляет для нас больший интерес. Согласно неоднократно цитировавшемуся в российской прессе исследованию HSBC, одного из крупнейших транснациональных финансово-инвестиционных банков, при отсутствии новых внезапных движений на рынке нефти ожидаемое значение EURUSD на мировом рынке в первом квартале 2006 года достигнет уровня 1,40, а вероятный минимум – 1,67¹. Банки UBS и Lehman Brothers установили прогноз 1,40 уже к концу 2005 года

¹ «Новые Известия», 16 ноября 2004

и 1,50 к декабрю 2006 (правда, последние опубликовали свои прогнозы на 2-3 недели позже HSBC).²

Каким образом долгосрочное понижение доллара повлияет на обменный курс рубля и платежный баланс России?

В России действует режим управляемого плавания – Центральный Банк ориентируется на показатель внутренней инфляции и косвенно, по согласованию с правительством, на уровень конкурентоспособности³. При высоких инвестиционных рисках, сравнительно низком уровне качества конечной продукции и низкой производительности, российские фирмы испытывали бы большие трудности как в привлечении капитала, так и сбыте своей продукции, если бы обменный курс рубля был выше, чем он есть сейчас. Именно поэтому Центральный Банк и правительство считают своим долгом удерживать рубль от роста. Однако, имея значительные валютные поступления от экспорта нефтепродуктов, российская экономика испытывает инфляционное давление. Власти, таким образом, сталкиваются с необходимостью стерилизации избыточной денежной массы. Таким образом, обменный курс рубля определяется не только фундаментальными процессами, но также текущими задачами экономической политики и политической конъюнктуры.

В середине ноября «Новые Известия» со ссылкой на главного экономиста Альфа-банка Наталию Орлову писали, что даже если на мировом рынке американская валюта упадет до указанного HSBC вероятного минимального уровня 1,67 за евро, ниже 24–25 руб. она не опустится⁴. Соответственно, как мы полагаем, евро по отношению к рублю составит 40 – 42. дело в том, что на российском рынке относительная цена доллара и евро (EURRUR/USDRUR) близка к значению EURUSD на мировом, отклоняясь в пределах достаточно узкого диапазона. Это связано как с возможностью арбитража, так и с наличием вышеупомянутого транзакционного спроса на обе валюты, поэтому даже при столь сильных скачках соотношение евро и доллара на российском рынке вряд ли существенно изменится.

Что вследствие этого произойдет с платежным балансом? Чтобы разобраться в этом, лучше всего посмотреть на динамику доллара и евро на мировых рынках. Наиболее достоверной оценкой того, как изменятся инвестиционные доходы, операции с капиталом и финансовыми инструментами практически является следующая: они никак не изменятся. Причиной тому являются ликвидность мировых финансовых рынков и гибкость существующих финансовых инструментов. Торговый же баланс может подвергнуться серьезным изменениям. Чтобы оценить эти изменения, следует обратить внимание на структуру российской внешней торговли, точнее на (а) соотношение доллара и других валют

² «Ведомости», 29 ноября 2004

³ Наличие смешанных целей макроэкономической политики предполагает координацию действий фискальных и монетарных властей. В российской практике такая координация осуществляется в рамках единой государственной денежно-кредитной политики.

⁴ «Новые Известия», 16 ноября 2004

в экспорте и импорте, (б) ценовые факторы и (в) то как в ответ на изменение относительных цен может измениться структура потребления, а значит, и внешней торговли России.

Данных по российской внешней торговле с разбивкой по валютам либо по странам и, одновременно, товарам не существует. Один из вариантов приближенной оценки может быть основан на следующих четырех допущениях: (1) торговля в евро осуществляется только с европейскими странами, (2) европейский экспорт и импорт услуг оплачивается в евро, (3) все сделки по нефти, газу, нефтехимической продукции и металлам, а также каучуку, какао и сахару-сырцу осуществляются в долларах и (4) объем сделок в третьих валютах незначителен, так что такие транзакции можно объединить со сделками в евро. Тогда двумя неизвестными остаются соотношения двух главных валют в экспорте и импорте остальных товаров. Основную часть этой группы составят лесоматериалы, удобрения и машины в экспорте и оставшиеся («небиржевые») пищевые продукты, потребительские товары и, опять же, машины и оборудование в импорте. В стоимостном выражении эта группа составляет примерно треть экспорта и 90-95 процентов импорта. В результате получается, что за счет торговых операций происходит чистый отток евро и чистый приток долларов. Следовательно, при существующих структуре и объеме экспорта и импорта, понижение доллара относительно мировых валют означает для России существенное ухудшение условий торговли и сокращение торгового баланса.

Например, за январь-сентябрь 2004 года – последние данные ФТС – мы имеем следующие результаты:

Экспорт, импорт и сальдо торгового баланса России, январь – сентябрь 2004, млн. долларов США

	Европа (Евросоюз без Турции и Восточная Европа)	Остальные страны в т.ч. Швейцария и СНГ
нефть, газ, нефтехимическая продукция, металлы, каучук, какао бобы, сахар-сырец	Сальдо +82 507	
прочие товары	Экспорт 42 843 Импорт -50 653	
услуги	Сальдо -3 535	Сальдо -7 557

Источник: расчет автора на основе данных Федеральной Таможенной Службы

Сальдо баланса по товарам и услугам за указанный период составляет 63,6 млрд. долларов США (сальдо торгового баланса 74,7 млрд. долларов). Серым фоном выделены операции в евро согласно сделанным предположениям. Расклад валют по группе «прочие товары» неопределен, но даже если все товары этой группы импортируются за евро, а экспортируются за доллары, то баланс 63,6 млрд. складывается из притока 67,1 млрд. долларов и оттока 3,5 млрд. евро (в долларовом эквиваленте по среднему курсу за указанный период). В зависимости от удельного веса долларов в торговле «прочими» товарами, сальдо торговых операций, произведенных в долларах за девять месяцев 2004 года, может варьировать от +67

до +75 млрд., а сальдо операций в евро – от –3 до –12 млрд. соответственно. Напомним, что это качественная оценка, а не статистически достоверный расчет.

Понятно, что за счет обесценения доллара американские товары в целом станут дешевле товаров других стран. Если же изменение курсов устойчивое, долгосрочное, то оно должно повлечь за собой изменение относительных цен как на факторных, так и товарных рынках. Изменит ли это описанную выше ситуацию для России?

Посмотрим на рынок нефти, которая составляет основную часть российского экспорта. Известно, что значительная часть потребления нефтепродуктов приходится на США и Китай (обменный курс юаня пока еще привязан к доллару), поэтому заметной коррекции цен на нефть в долларовом выражении не произойдет. Будет, следовательно, наблюдаться относительное удешевление нефтепродуктов на европейском рынке, а значит, и стоимости производства в перерабатывающих отраслях. Поскольку спрос на потребительские и неэнергетические промежуточные товары в целом низкоэластичен по цене энергоносителей, и поскольку потребление нефти со стороны развитых европейских стран, скорее всего, вырастет незначительно⁵, то относительные цены остальных товаров будут иметь тенденцию к повышению (эффект от снижения стоимости производства в перерабатывающих отраслях и относительного удешевления конечных нефтепродуктов, таких как автомобильное топливо, окажется незначительным). Стоит, однако, заметить, что удешевление нефти даже в 1,40/1,30 раз совершенно незначительно на фоне существующих движений её цены. Как бы то ни было, за счет удешевления доллара мы имеем рост цен на импорт, что, вероятно, плохо для потребителей, но выгодно отечественным производителям ибо поддержит их конкурентоспособность.

Проблема ценовой конкурентоспособности заключается в том, что уже сейчас рубль считается недооцененным (реальный обменный курс оценивается в 20 – 22 рубля за доллар), так что отечественный производитель довольно крепко защищен. В 1998-99 году четырехкратная девальвация рубля позволила российским

⁵ об этом можно судить по данным об эластичностях спроса. Вот некоторые:

<u>переменная</u>	<u>значение</u>	<u>источник</u>
эластичность потребления нефти по уровню цен на неэнергетические товары (Австралия, 1969-98):		
компенсированная по доходу	-0,30	Akmal and Stern (2001)
некомпенсированная	-0,58	
эластичность потребления нефти по уровню цен на неэнергетические товары (штат Нью-Йорк, США, 1960-87)	-0,26	Dumagan and Mount (1993)
эластичность потребления неэнергетических товаров по ценам на нефть (то же)	-0,004	
долгосрочная эластичность спроса на энергоносители по доходу при увеличении дохода:		
страны ОЭСР	0,55	Gately and Huntington (2001)
остальные страны	1,0	

компаниям открыть или возобновить производство и, затем, начать инвестировать в технологии. Когда же платежеспособный спрос растет опережающими темпами за счет рентного дохода от экспорта сырья, дешевый рубль выливается в инфляцию и становится фактором сдерживания конкуренции, а следовательно, экономического роста. Более того, долгосрочная макроэкономическая стабильность требует полной конвертируемости национальной валюты – отказа от систематической поддержки обменного курса и предполагает, что регулирование и редкие интервенции направлены, главным образом, на сглаживание пиковых колебаний вокруг «равновесного» уровня и предотвращение спекулятивных атак. И здесь долгосрочное устойчивое понижение доллара относительно евро как нельзя кстати:

- во-первых, сокращается инфляционное давление на экономику,
- во-вторых, улучшается ценовая конкурентоспособность отечественной продукции.

Это, в свою очередь, облегчает правительству отказ от поддержки заниженного реального курса рубля и переход к полной конвертируемости. Заметим, что сегодня даже полной отмены таких мер сдерживания как обязательная продажа валютной выручки экспортерами, по мнению многих аналитиков, недостаточно для ослабления рубля. Что, в свою очередь, должно способствовать (не гарантировать, а лишь способствовать!) стабилизации ожиданий, снижению валютных рисков по долгосрочным активам и, соответственно, улучшению баланса операций с капиталом. Политика слабого доллара позволит подлечить не только американский двойной дефицит, но и голландскую болезнь российской экономики.

Использованная литература:

1. Akmal, M., D. Stern (2001). The Structure of Australian Residential Energy Demand. *Technical Report Working Papers in Ecological Economics* No. 0101, EEP, CRES, Australian National University.
2. Dumagan, J.C., T.D.Mount (1993). Welfare effects of improving end-use efficiency: theory and application to residential electricity demand. *Resource and Energy Economics* 15(2), pp. 175-201.
3. Gately, G., H.G. Huntington (2001). The Asymmetric Effects of Changes in Price and Income on Energy and Oil Demand. *Working Papers from C.V. Starr Center for Applied Economics*, New York University