*SAE./No.12/February 2014*

*Studies in Applied Economics*

# РОССИЙСКАЯ ВАЛЮТА И ИНАНС К РЕ РМЕ – ЧЕРЕЗ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

***Currency Board Working Paper***

***Steve H. Hanke, Lars Jonung and Kurt Schuler***

Johns Hopkins Institute for Applied Economics,
Global Health, and Study of Business Enterprise

**Russian Currency and Finance**
**(Translated from English to Russian)**

By Steve H. Hanke, Lars Jonung and Kurt Schuler

**About the Series**

The *Studies in Applied Economics* series is under the general direction of Professor Steve H. Hanke, Co-Director of the Institute for Applied Economics, Global Health and Study of Business Enterprise (hanke@jhu.edu).

This working paper is a translation of Steve H. Hanke, Lars Jonung, and Kurt Schuler (1993), *Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform,* London/New York: Routledge, from English to Russian.

**About the Authors**

Steve Hanke is a Professor of Applied Economics and Co-Director of the Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise at The Johns Hopkins University in Baltimore. He is a Senior Fellow and Director of the Troubled Currencies Project at the Cato Institute in Washington, D.C.; a Senior Advisor at the Renmin University of China's International Monetary Research Institute in Beijing; a Special Counselor to the Center for Financial Stability in New York; and a contributing editor at *Globe Asia Magazine.* Prof. Hanke is also a member of the Charter Council of the Society of Economic Measurement and the Financial Advisory Council of the United Arab Emirates.

In the past, Prof. Hanke taught economics at the Colorado School of Mines and the University of California, Berkeley. He served as a Member of the Governor's Council of Economic Advisers in Maryland in 1976-77; as a Senior Economist on President Reagan's Council of Economic Advisers in 1981-82; and as a Senior Advisor to the Joint Economic Committee of the U.S. Congress in 1984-88. Prof. Hanke also served as a State Counselor to both the Republic of Lithuania in 1994-96 and the Republic of Montenegro in 1999-2003. He was also an Advisor to the Presidents of Bulgaria in 1997-2002, Venezuela in 1995-96, and Indonesia in 1998. He played an important role in establishing new currency regimes in Argentina, Estonia, Bulgaria, Bosnia-Herzegovina, Ecuador, Lithuania, and Montenegro. Prof. Hanke has also advised the governments of many other countries, including Albania, Kazakhstan, and Yugoslavia.

Prof. Hanke is a Distinguished Associate of the International Atlantic Economic Society; a Distinguished Professor at the Universitas Pelita Harapan in Jakarta, Indonesia; and a Professor Asociado (the highest honor awarded to international experts of acknowledged competence) at the Universidad del Azuay in Cuenca, Ecuador. He has been awarded honorary doctorate degrees by the Bulgarian Academy of Sciences, the Universidad San Francisco de Quito, the Free University of Tbilisi, and Istanbul Kültür University, in honor of his scholarship on exchange-rate regimes. In 1998, he was named one of the twenty-five most influential people in the world by *World Trade Magazine*.

Prof. Hanke is a well-known currency and commodity trader. Currently, he serves as Chairman of Richmond Optimus, LLC — a global macro hedge fund located in Richmond, Virginia. He is also a member of the Supervisory Board of Advanced Metallurgical Group N.V., in Amsterdam, and Chairman Emeritus of the Friedberg Mercantile Group, Inc. in Toronto. During the 1990s, he served as President of

Toronto Trust Argentina in Buenos Aires, the world's best-performing emerging market mutual fund in 1995.

Prof. Hanke's most recent books are *Zimbabwe: Hyperinflation to Growth* (2008) and *A Blueprint for a Safe, Sound Georgian Lari*(2010).

Prof. Hanke and his wife, Liliane, reside in Baltimore and Paris.

Lars Jonung has been a Research Adviser at DG ECFIN, European Commission, Brussels since September 2000, primarily working with macroeconomic issues in a European context. He was previously a professor of economics at the Stockholm School of Economics. His research is focused on monetary and fiscal policies, particularly on the policy of the Riksbank, monetary unions and exchange rate arrangements, inflationary expectations and perceptions, business cycle issues, and the history of economic thought.

Jonung has authored and edited several articles and books in English and Swedish. He served as chief economic advisor to Prime Minister Carl Bildt in 1992-94. He was economic advisor to the Skandinaviska Enskilda Banken in 1989-91. In addition he has contributed to several Swedish government investigations.

Kurt Schuler is an economist in the Office of International Affairs at the United States Department of the Treasury. He is also the co-editor of *The Bretton Woods Transcripts* and a Senior Fellow of Financial History at the Center for Financial Stability. His views represent no official Treasury Department position.

**Introduction**

When Communism inevitably and finally collapsed, Bulgaria's economy was a basket case – behind almost all other communist basket cases, including Ukraine's. Indeed, Bulgaria defaulted on its debt in 1990. By February 1991, Bulgaria had broken out in a bout of hyperinflation, with the inflation rate at 123% per month. And in February 1997, Bulgaria experienced the agonies of hyperinflation again, with the inflation rate reaching 242% per month.

As he looked into the abyss, President Petar Stoyanov decided against taking the plunge and appointed me as his advisor in January 1997. I immediately prescribed a currency board system to put an end to Bulgaria's malady, something I had laid out for Bulgaria back in 1991 (Steve H. Hanke and Kurt Schuler, Teeth for the Bulgarian Lev: A Currency Board Solution. Washington, D.C.: International Freedom Foundation, 1991.).

Bulgaria installed a currency board in July 1997. The lev was backed 100% by German marks and traded freely at a fixed rate of 1000 leva to 1 mark. Inflation and interest rates fell like stones. The economy stabilized, and the Bulgarians learned that, even though stability might not be everything, everything is nothing without stability. Discipline at last.

Yes, the main feature of a currency board is the fiscal and financial discipline that it provides. No more running to the central bank for a fiscal bailout. A currency board ties the hands of those meddlesome monetary authorities. And forget the silly theoretical and obscure arguments made by economists who don't embrace fixed exchange rates. A currency board regime is all about discipline.

As we watch Ukraine melt down once again, we can see what could have been (and what could be) if Ukraine would have only embraced a system of discipline (read: currency board) – like Bulgaria did in 1997. The following table tells the tale:

**Bulgaria versus Ukraine**

| Country | GDP per Capita (USD) | Fiscal Balances %GDP | Current Account Balances %GDP | General Govt. Gross Debt %GDP | Gross Borrowing Needs %GDP | Import Coverage Ratio (FX Reserves / Imports) | W.B. Ease of Doing Business 2014 Rank |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bulgaria | $7,623 | -1.9% | 1.5% | 16.0% | 2.6% | 6.7 | 58 |
| Ukraine | $4,011 | -8.7% | -8.9% | 42.8% | 11.0% | 1.9 | 112 |

*Sources: Bulgarian National Bank, National Bank of Ukraine, J.P. Morgan (Emerging Markets Research), International Monetary Fund (IFS), World Bank (Doing Business).*
*Prepared by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University.*

*Prof. Steve H. Hanke*
*Baltimore*
*27 February 2014*

# РОССИЙСКАЯ ВАЛЮТА И ФИНАНСЫ К РЕФОРМЕ – ЧЕРЕЗ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

Стив Х. Ханке, Ларш Йонунг, Курт Шулер

(переводчик Александр Щегедин)

Рутледж, 1993

## ОТРЫВКИ ДЛЯ ОБЛОЖКИ КНИГИ

Каким образом можно установить и обеспечить стабильность денежной единицы в России? С моей точки зрения, единственный безопасный путь - создание валютного фонда. Работа Ханке, Йонунга и Шулера представляет собой четкую программу того, как это сделать...

Сэр Алан Уолтерс
Личный экономический советник Маргарет Тэтчер в 1979-1984 и 1989 годы.

**СОДЕРЖАНИЕ**

Об авторах
Список диаграмм
Список таблиц
Предисловие

1. АРГУМЕНТЫ В ПОЛЬЗУ ВАЛЮТНОГО ФОНДА В РОССИИ.
Сверхинфляция и денежная реформа.
Валютный фонд против центрального банка.
Валютный фонд - ключ к экономической реформе в России.
Обзор остальной части книги.

2. АРГУМЕНТЫ ПРОТИВ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА В УСЛОВИЯХ РОССИИ.
Функции денег и насколько хорошо их осуществляет рубль. Стабильность и доверие.
Доверие и обменные курсы.
Конвертируемость и контроль над валютными курсами.
Система центрального банка и дефицитное финансирование. Политическая независимость: недостижимая цель.
Неадекватный персонал.
Гибкость: проблема даже в теории.
Югославский опыт.

3. СИСТЕМА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА И ДЕНЕЖНАЯ СИСТЕМА РОССИИ.
История центрального банка в России. Бюджет правительства и сверхинфляция. Задолженность предприятий. Коммерческие банки.
Система платежей.
Межреспубликанская система платежей.
Валютные курсы, внешний долг.
Россия и МВФ.

4. ВАЛЮТНЫЕ ФОНДЫ, ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ и ПРОЦЕСС СНАБЖЕНИЯ ДЕНЕЖНОЙ МАССОЙ.
Процесс снабжения денежной массой в системе валютного фонда.
Процесс снабжения денежной массой в системе центрального банка.
Центральные банки, имитирующие валютные фонды.
Краткая история и оценка валютных фондов.

5. КАК СОЗДАТЬ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД В РОССИИ?
Как превратить Центральный банк России в валютный фонд?
Альтернатива: применение параллельной валюты.
Как создать валютный фонд в качестве эмитента параллельной валюты?
Как вычислить начальные резервы иностранной валюты для валютного фонда?
Как получить начальные резервы иностранной валюты для валютного фонда?
Как выбрать резервную валюту для валютного фонда?

6. КАК ИСПОЛЬЗОВАТЬ И ЗАЩИТИТЬ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД В РОССИИ?
Как использовать валютный фонд?
Как защитить валютный фонд?
Как сменить, если это необходимо, резервную валюту?

7. СИСТЕМА ВАЛЮТНОГО ФОНДА И РЕФОРМА РОССИЙСКОЙ ДЕНЕЖНОЙ СИСТЕМЫ.
Бюджет правительства.
Задолженность предприятий и изменение структуры производства.
Конкуренция и регулирование в системе коммерческих банков.

Изменение структуры обанкротившихся коммерческих банков.
Процентные ставки.
Система платежей.
Межреспубликанские платежи, валютные курсы.
Внешний долг.
Зарплаты и цены.
Стабилизационный кризис?
Индексация.

8. ВОЗРАЖЕНИЯ ПРОТИВ СОЗДАНИЯ ВАЛЮТНОГО ФОНДА В РОССИИ.
Отсутствие последнего кредитора в критической ситуации.
Россия слишком велика для валютного фонда?
Фиксированный или плавающий обменный курс.
Дефляция.
Инфляционный налог.
Стоимость резервного фонда.
Колониализм.
Россия - это трясина?
Прочие проблемы.
Другие альтернативы центральному банку.

9. ДВЕ УСПЕШНЬЕ ДЕНЕЖНЫЕ РЕФОРМЫ В РОССИИ.
Валютный фонд Северной России, 1918-1920 годы.
Червонец, 1922-1926 годы.
Сравнительный анализ реформ.

10. ЗАКЛЮЧЕНИЕ.
Перечень предложений.

ПРИЛОЖЕНИЕ А. МОДЕЛЬ СВОДА ЗАКОНОВ ВАЛЮТНОГО ФОНДА В РОССИИ.
ПРИЛОЖЕНИЕ Б. ЕЩЕ О ПРОЦЕССЕ СНАБЖЕНИЯ ДЕНЕЖНОЙ МАССОЙ В СИСТЕМЕ ВАЛЮТНОГО ФОНДА.
ПРИЛОЖЕНИЕ В. СПИСОК ПРИМЕРОВ ВАЛЮТНЫХ ФОНДОВ.
Примечания.
Библиография.
Указатель.

Диаграммы

Диаграмма 4.1. Схема увеличения снабжения денежной массой в системе валютного фонда.
Диаграмма 4.2. Схема уменьшения снабжения денежной массой в системе валютного фонда.
Диаграмма 4.3. Схема увеличения снабжения денежной массой в системе центрального банка с плавающим курсом обмена валют.
Диаграмма 4.4. Схема уменьшения снабжения денежной массой в системе центрального банка с плавающим курсом обмена валют.
Диаграмма 4.5. Схема баланса центрального банка.
Диаграмма 4.6. Схема баланса валютного фонда.
Диаграмма Б.1. Схема баланса валютного фонда.
Диаграмма Б.2. Схема баланса коммерческого банка.
Диаграмма Б.3. Схема баланса субъекта экономики.
Диаграмма Б.4. Схема увеличения снабжения денежной массой в системе валютного фонда, начальная стадия.
Диаграмма Б.5. Схема увеличения снабжения денежной массой в системе валютного фонда, промежуточная стадия.
Диаграмма Б.6. Схема увеличения снабжения денежной массой в системе валютного фонда, начальная стадия.
Диаграмма Б.7. Схема уменьшения снабжения денежной массой в системе валютного фонда, начальная стадия.
Диаграмма Б.8. Схема уменьшения снабжения денежной массой в системе валютного фонда, промежуточная стадия.
Диаграмма Б.9. Схема уменьшения снабжения денежной массой в системе валютного фонда, последняя стадия.

Таблицы

Таблица 1.1. Типичный валютный фонд и типичный центральный банк.
Таблица 1.2. Цели и методы достижения результата экономической реформы в России.
Таблица 3.1. Валютный курс рубля, 1990-1993 гг.
Таблица 3.2. Важнейшие показатели экономики России, 1990-1993 гг.
Таблица 3.3. Важные изменения в финансовой системе России, 1991-1993.

## ОБ АВТОРАХ

Стив Х. Ханке, профессор прикладной экономики в университете Дж. Хопкинса (Балтимор), председатель MERiT Group, Inc. в Балтиморе, и вице-президент FCMI Financial Corporation, Inc. в Торонто. Он был старшим экономистом Совета экономических советников президента Рейгана с 1981 по 1982 годы. Работал личным советником по экономике у Живко Прегля, заместителя премьер-министра СФРЮ с 1990 года до отставки Ж. Прегля 30 июня 1991 года. Совместно с Аланом А. Уолтерсом является издателем книги "Рынки капиталов и развитие" (1991).

Ларс Йонунг, профессор экономики и экономической политики в Стокгольмской экономической школе, главный советник по экономике премьер-министра Швеции. Основные темы его исследований - кредитно-денежная политика, макроэкономическая политика Швеции, инфляционные ожидания. В числе его работ - "Изменения скорости обращения денег за длительный период времени" (совместно с Майклом О. Бордо, 1987), "Политэкономия контроля за ценами: шведский опыт 1970-1987 (1990), издатель книги "Обзор Стокгольмской экономической школы" (1991) и "Экономическая мысль Швеции". Исследования и достижения" (1993). Недавно он закончил работу, посвященную политике центрального банка Швеции с 1945 по 1990 год. Он также является экономическим советником банка Skandinaviska Enskilda Banken, а также редактором Ежеквартального обзора " Skandinaviska Enskilda Quarterly Review."

Курт Шулер - сотрудник университета Дж. Хопкинса в Балтиморе. В качестве практиканта компании G.T. Management (Asia) Ltd. в Гонконге в 1989 году он работал с Джоном Гринвудом, который руководил возвращением Гонконга к системе валютного фонда в 1983 году.

## ПРЕДИСЛОВИЕ

В этой книге предлагается стратегия избавления от гиперинфляции в России и обеспечение России стабильной, вызывающей доверие и полностью конвертируемой национальной валютой. В ней предлагается реформа денежной системы России с помощью валютного фонда. Валютный фонд представляет собой финансовый институт, который выпускает банкноты и монеты, полностью обеспеченные иностранной "резервной валютой", которая полностью конвертируется в резервную валюту по требованию по фиксированному обменному курсу.

Наиболее вероятной резервной валютой является доллар США. Выпускаемый валютным фондом в соответствии с нашими предложениями рубль будет таким же стабильным и вызывающим доверие, как доллар. Следовательно, валютный фонд покончит с гиперинфляцией в России. Он также повернет вспять широко распространенную в настоящее время неофициальную долларизацию российской экономики, при которой доллары предпочитают рублям, а многие товары нелегко приобрести за рубли. В отличие от использования долларовых банкнот, использование при системе валютного фонда рублевых банкнот и монет обеспечит доход от их выпуска (в виде пошлины за право чеканки монет) Российскому правительству.

Мы предлагаем, чтобы Центральный банк России был превращен в валютный фонд - или же валютный фонд ввел в обращение другую, параллельную с выпускаемой центральным банком, валюту. При варианте с параллельной валютой

о6менныйкурс рублей центрального банка и валютного фонда будет определяться рыночной конъюнктурой. Россияне смогут свободно вы6ирать между рублем центрального банка и рублем валютного фонда. Конкуренция вынудит Центральный банк России отказаться от роли эмитента и люди будут использовать только рубль, выпускаемый валютным фондом.

Учреждение валютного фонда для замены или в качестве конкурента Центрального банка России - это радикальный шаг. Однако он оправдан, в частности, плохой работой Центрального Банка России. Центральный банк создал нынешнюю инфляцию; его предшественники как в досоветский, так и в советский период также имеют сомнительную репутацию. Попытки стабилизировать рубль с помощью реформы Центрального Банка России имеют мало шансов на быстрый успех, потому что нынешняя денежная политика банка подвержена сильному и успешному политическому давлению, приводящему к инфляции. Валютный фонд, напротив, успешно обеспечивал стабильные денежные единицы в России и других странах и продолжает обеспечивать стабильность валюты там, где он сейчас существует. Система валютного фонда защищает денежную политику от политического давления. Национальная денежная единица, следовательно, будет служить экономическому процветанию, а не орудием политических манипуляций.

В нашей предыдущей книге "Денежная реформа для свободной Эстонии: решение проблемы с помощью системы валютного фонда" (Hanke и др. 1992b, эстонское издание - Hanke и др. 1992a) объяснено, как маленькая, недавно получившая независимость страна с системой центрального банка может ввести систему валютного фонда для обеспечения твердости своей денежной единицы. Книга основана на положениях, высказанных Ларсом Йонунгом в ходе дискуссии 1991 года в Эстонии о будущем денежной системы, а также на отдельной работе Стива Ханке и Курта Шулера, предлагающей систему валютного фонда для других восточноевропейских стран. Реформа эстонской денежной системы в июне 1992 года имела некоторые черты, которые мы предлагали в упомянутой книге, однако система валютного фонда не 6ыла установлена (см. главу 4). Настоящая книга объясняет, как большая страна. в которой уже существует система центрального банка, может ввести валютный фонд. Объем этой книги почти в три раза больше объема предыдущей. В ней метод, изложенный в предыдущей книге, адаптирован к условиям России, как ядра бывшего Советского Союза, и к живучести советского типа финансовых институтов, сохранившихся в новом обличие, что является меньшей проблемой в Эстонии. Мы стараемся быть понятными как для российского, так и для западного читателя. Наши пояснения к некоторым темам могут показаться отдельным читателям элементарными, но мы думаєм, что почти каждый читатель найдет что-то новое для себя в этой книге. Читателям, желающим более подробных объяснений некоторых технических моментов, мы советуем обратиться к другой книге,

которую мы пишем (готовится Ханке и Шулером) и которая посвящена истории и теории системы валютного фонда.[1]

Мы закончили писать эту книгу в апреле 1993 года, хотя смогли получить некоторые последние статистические данные только непосредственно перед сдачей книги в печать. В политической жизни и экономике России происходят быстрые изменения, и некоторые детали нашего описания современного состояния денежной система России могли уже устареть ко времени выхода книги из печати. Но даже в этом случае основная проблема денежной системы -подверженность денежной политики политическому давлению - существует десятки лет и останется на многие годы, если не будет принят вариант реформы, который мы предлагаем.

Мы благодарим людей, которые читали рукопись этой книги или участвовали с нами в дискуссии по поводу системы валютных фондов и денежной системы России: Майкла Д. Бордо, С.О. Йоханссона, Акселя Лейонхуфвуда, Кента Осбенда, Анну Дж. Шварц, Ингемара Стола, Джоакима Стимна и Алана А. Уолтерса. Курт Шулер благодарит фонд Эрхарта за грант, предоставленный ему для работы над этой книгой.

[1] Перечень предыдущих наших работ, которые защищали валютные фонды: Hanke и Schuler (1990; 1991b, c, d), Hanke и Walters (1990), Schuler и др. (1991), а также Selgin и Schuler (1990). Перечень работ других экономистов, которые защищали валютные фонды для Восточной Европы и бывшего Советского Союза: Cobb (1990, 1991), Friedman (1991), Gressel (1989), Hetzel (1990), Jordan (1991), Meltzer (1990), Schmieding (1992), Selgin (1992a) и Walters (1991, 1992a). Makinen (1992), Osband и Villanueva (1992) и Schwartz (1992a, b) все они обсуждали проблемы системы валютного фонда. Soros (1993) предлагал схему, схожую с валютным фондом.

## 1. АРГУМЕНТЫ В ПОЛЬЗУ ВАЛЮТНОГО ФОНДА В РОССИИ СВЕРХИНФЛЯЦИЯ И ДНЕЖНАЯ РЕФОРМА

Россия испытывает сверхинфляцию,[2] по крайней мере 15% в месяц, начиная с 1991 года. Россия сейчас находится на грани гиперинфляции, то есть увеличение индекса цен на потребительские товары по крайней мере на 50% в месяц в течение трех месяцев подряд, Сверхинфляция стала сегодня самой важной проблемой в России; именно она в значительной степени ответственна за упадок экономики в последние годы, социальную нестабильность и политические конфликты в России. Продолжение сверхинфляция угрожает движению России к рыночной экономике и стабильному авторитетному правительству.

Причиной инфляции в России является ее Центральный банк. Центральный банк финансирует бюджетный дефицит правительства и государственных предприятий путем увеличения снабжения денежной массой. Примерно в течение двух десятилетий, до 1986 года, бюджетный дефицит советского правительства составлял 2-3% от валового внутреннего продукта (ВВП).[3] Следовательно, инфляция существовала, но низкая (Birman 1980). По мнению наблюдателей, инфляция казалась даже ниже реальной, потому что подавлялась контролем над ценами, установленным советским правительством. Скрытая инфляция проявляла себя в виде дефицита товаров по официальным ценам или) через увеличение цен на товары и услуги на черном рынке.

Сочетание увеличения расходов правительства с уменьшением поступления налогов от стагнирующей экономики привело к увеличению бюджетного дефицита советского правительства до 6% от ВВП в 1986 году, 6,9% в 1987 году, 10,3% в 1988 году, 9,9% в 1989 году, 5,7% в 1990 году и 25,5% в 1991 году (сокращение дефицита в 1990 году обманчиво, так как многие расходы 6ыли перенесены на 1991 год). Тенденция сохранялась в России и других бывших советских республиках и после распада Советского Союза в декабре 1991 года. Бюджетный дефицит российского правительства, включающий долю России в дефиците советского правительства, оценивался в 30,9%российского ВВП в 1991 году и примерно в 12%-в 1992 году (Aslund 1991: 192; см. также Таблица 3.2 в этой книге).[4]

Для покрытия финансового дефицита советского и российского правительств Госбанк СССР и его преемник, Центральный Банк России, выпускал новые рубли в возрастающих количествах. Поскольку количество рублей, выпущенных центральным банком, возросло, процесс инфляции ускорился, а ценность рубля упала. Инфляция цен потребительских товаров составила 5,6% в 1990 году, 90,4% в 1991 и около 2600% в 1992 году (Таблица 3.2). Обменный курс рубля составил в конце 1990 года 22,88 за доллар США, 169,20 рублей в конце 1991 года и 414,50 рублей в конце

---

[2] Термин "сверхинфляция" появился в Dornbusch и др. (1990).

[3] ВВП как стоимость всех товаров и услуг, готовых к потреблению и производимых в стране за определенный промежуток времени, обычно за год. Он не включает в себя доход от иностранных инвестиций или платежей иностранным инвесторам.

[4] В основном мы пользуемся статистическими данными, опубликованными российским правительством, или основанными на данных, предоставленных российским правительством. Читатели должны иметь в виду, что даже добросовестно собранные данные об экономической ситуации в России имеют большую степень приближенности, а добросовестно отбираются далеко не все статистические данные. Высшие должностные лица российского правительства признавались нам в частных беседах, что российское правительство искажают некоторые данные статистики, чтобы увеличить их привлекательность в смысле привлечения иностранной помощи. Делая это, российское правительство следует старому примеру. Моргенштерн (1963: 21) сообщает: "Когда разрабатывался план Маршалла, один из видных европейских деятелей в его администрации (который пожелал остаться неназванным) говорил мне: "Мы сфабрикуем любые данные, если мы узнаем, что это поможет нам получить как можно больше денег от Соединенных Штатов. Данные, которых мы не имеем, но которые нужны нам для оправдания наших запросов, мы просто придумаем". Это все является одной из причин того, почему мы настроены скептически по поводу предложений "нового плана Маршалла" для России. По проблемам интерпретации официальной статистики смотри: Bush (1992), Marer и др. (1992) и Morgenstern (1963).

1992 года (Таблица 3.1) (некоторые недавние процессы инфляции и обесценивания денег вызваны частичной либерализацией цен и появлением рынка иностранных валют, что выявило ранее скрытую инфляцию и обесценивание денег.

Сейчас в России начинается цепь событий, типичных для гиперинфляции (для справки см. Yeager и др. 1981 и Capie 1991; см. Bernholz и Gersbach 1992). Цены в рублях не контролируются правительством и начинают индексироваться по обменному курсу рубля к доллару, который является наиболее соответствующим показателем инфляции. Когда индексация полная, номинальные цены на товары, не контролируемые правительством, возрастают пропорционально обесцениванию рубля по отношению к доллару. Соотношение цен на такие товары перестанет указывать на их относительный дефицит, таким образом цены в рублях перестанут информировать о реальных изменениях в спросе и предложении.

Разрушение системы информации о ценах, вызываемое сверхинфляцией, будет продолжаться, потому что многие цены продолжают контролироваться российским правительством и местными властями. В результате Россия будет иметь две большие категории товаров. Категорию с "жесткими реальными ценами" составят товары, цены на которые возрастают по мере обесценивания рубля, но жестко фиксированы по отношению друг к другу. На самом деле цены на товары этой категории будут близки к постоянным. Категорию с "жесткими номинальными ценами" составят товары, цены на которые номинально фиксированы с помощью контроля над ценами. Фактически цены на товары этой категории будут понижаться из-за сверхинфляции. (Номинальные цены - это цены в текущих рублях, в то время как реальные цены - это цены в постоянных рублях, т.е. скорригированных с инфляцией).

Сверхинфляция разделяет цены внутри каждой категории товаров и между двумя упомянутыми категориями. Внутри каждой категории товаров соотношение цен также не меняется. Внутри категории с жесткими реальными ценами, соотношение цен также не меняется. так как цены будут определяться обменным курсом. Внутри категории с жесткими номинальными ценами соотношение цен не меняется, потому что цены остаются под контролем. Сверхинфляция порождает неестественные диспропорции между ценами в категории жестких реальных цен и в категории жестких номинальных цен. Товары категории номинальных жестких цен становятся все дешевле и дешевле, что приводит к их дефициту.

Возможно, что влияние сверхинфляции будет еще хуже, чем в странах с развитой рыночной экономикой, потому что структура цен в России до сих пор в значительной степени унаследована от периода господства в России централизованной плановой экономики. Гибкое соотношение цен могло бы быть наилучшим определителем относительного дефицита товаров и услуг, но как раз сверхинфляция и контроль над ценами мешает этому. В результате система цен в России неточно указывает, какого рода использование ресурсов наиболее выгодно субъекту экономики. Сверхинфляция и институты, унаследованные от централизованной плановой экономики, задерживают движение России к развитой рыночной экономике.

Продолжение гиперинфляции чревато подрывом доверия к рублю. При этом товары будут доступны за доллары США и другие относительно устойчивые иностранные валюты, но не за рубли. Это создаст дальнейшие трудности в России, где ассортимент товаров, доступных за рубли, уже сократился в последние месяцы. Россияне, не имеющие легкого доступа к иностранной валюте, то есть те, кто не живет в нескольких крупнейших российских городах, пострадают больше всего. В российской экономике будет продолжаться спад.

Такая сверхинфляция способствует развалу российской экономики. Падение жизненного уровня, причиной которому стала сверхинфляция, вызывает недовольство. Тогда почему же сверхинфляция сохраняется в России? Ответ можно найти в чертах современной политической ситуации в России. В нынешней политической драме участвуют четыре актера: российский парламент, исполнительные органы российского правительства, Центральный Банк России и народ России. Парламент контролирует Центральный Банк России: Центральный банк обязан финансировать расходы по указанию парламента. (Парламент имеет возможность обойти вето президента Росси на расходы, сделанные по указанию парламента.) Отдельные группы населения России требуют продолжения расходов правительства на субсидии. Рабочие и руководители убыточных государственных предприятий требуют субсидий для продолжения их работы, а потребители требуют субсидирования цен на некоторые товары. Продолжая субсидирование, парламент получает политическую поддержку от этих "групп интересов". Но парламент не склонен погашать субсидии за счет введения более высоких налогов, так как это непопулярно в

политическом смысле. Вместо этого он приказывает Центральному Банку России финансировать образовавшийся правительственный бюджетный дефицит. Финансируя этот дефицит, центральный банк выпускает большое количество рублей, что приводит к инфляции.

Инфляция вызывает недовольство народа России. Однако парламенту, кажется, удалось убедить народ, что скорее исполнительная власть, чем парламент, несет ответственность за сверхинфляцию. На самом деле частичная либерализация цен и другие экономические реформы, проведенные исполнительной властью, превратили скрытую инфляцию в явную, однако исполнительная власть в малой степени вызывала инфляцию - только в том смысле, что согласилась с законами, проведенными через парламент, о продолжении расходов при дефиците бюджета. Парламент извлекает выгоду от сверхинфляции, приобретая политическую поддержку от групп интересов, которые стоят за продолжение субсидирования, и обвиняют исполнительную власть в сверхинфляции.

Однако нынешняя ситуация неустойчива. Сверхинфляция содержит в себе источник собственного разрушения. Рубль теряет свои позиции в российской экономике по мере того, как относительно устойчивая иностранная валюта занимает его место. Ширящийся процесс замены рубля иностранной валютой в российской экономике в конце концов приведет к уменьшению реальных (с поправкой на инфляцию) доходов от выпуска новых рублей почти до нуля. Когда это случится, парламент не сможет больше продолжать большинство программ субсидирования, существующих в настоящее время. Убыточные государственные предприятия вынуждены будут увольнять рабочих и потребители будут вынуждены платить более высокую реальную цену за ранее субсидированнные товары. В этот момент возможно возникновение политических волнений. Неясно, кого будут обвинять в сверхинфляции, - парламент, исполнительную власть, или и тех и других, однако в любом случае в результате изменится соотношение политических сил. Тогда политические условия будут подходить для проведения таких же глубоких денежных реформ, как те политические реформы, которые стали следствием революции 1991 года. Тогда Россия удивила мир, когда решительно двинулась от власти Коммунистической партии и социализма к представительному правительству и рыночной экономике, теперь она имеет возможность удивить мир снова, решительно двинувшись от сверхинфляции и экономического спада к низкой инфляции и экономическому росту.

Для того, чтобы покончить со сверхинфляцией и обеспечить одно из необходимых условий для быстрого устойчивого экономического роста, России нужна твердая валюта. Твердой является валюта, которая стабильна, вызывает доверие и полностью конвертируется. Стабильность означает, что текущая годовая инфляция относительно низка, обычно до 10%. Доверие - означает, что эмитент способен сдерживать инфляцию на низком уровне и в будущем. Полная

конвертируемость означает, что за эту валюту можно купить отечественные и зарубежные товары и услуги, включая покупку иностранных валют по рыночному курсу без всяких ограничений. Центральный Банк России, несмотря на заявленное намерение сделать рубль твердой валютой и несмотря на помощь от западных правительств и международных организаций, кажется не ближе к этой цели, чем был год назад или чем советский центральный банк пять лет назад.

Одним словом, мы предлагаем, чтобы Россия реформировала свою денежную систему путем учреждения валютного фонда. а не продолжало полагаться на Центральный Банк России.

## ВАЛЮТНЫЙ ФОНД ПРОТИВ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Система центрального банка знакома россиянам и жителям большинства других стран, по крайней мере на практике, в качестве денежной системы их стран. Центральный банк - это денежное учреждение, которое имеет возможность монопольного контроля за снабжением резервов коммерческих банков. 0бычно это подразумевает монополию на снабжение банкнотами (бумажные деньги) и монетами.[5] Контроль, проводимый по собственному усмотрению, - это возможность менять денежную политику по желанию, по крайней мере частично не быть

[5] Во многих странах монеты выпускает не центральный банк, а другие государственные органы. Монеты составляют обычно крайне малую часть денежного снабжения и агентство выпускающее монеты как правило координирует свою политику выпуска с центральным банком, и в связи с этим она не имеет самостоятельного влияния на денежную политику.

связанным правилами. В деталях это будет изложено ниже в данной главе. Резервные фонды являются средством погашения платежа. Часто в денежной системе используются два типа средств погашения платежей: один обычно используется внутри страны, например банкнотами, выпущенными финансовыми органами, и резервы иностранной валюты (последний резерв) используются в международной торговле. Это золото, иностранные облигации или банкноты, выпущенные зарубежным центральным банком. Коммерческий банк - это любой нецентральный банк, включая кооперативные, инвестиционные и сберегательные банки.

В отличие от системы центрального банка система валютного фонда неизвестна большинству людей. Она существовала в более чем 70 странах, включая Россию, но на сегодня осталась лишь в нескольких странах, из которых наиболее примечателен Гонконг, (см. Приложение В) Валютный фонд - это денежный институт, который выпускает банкноты и монеты (в некоторых случаях также депозиты), полностью обеспеченные иностранной "резервной" валютой и полностью конвертируемые в резервную валюту по фиксированному курсу и по первому требованию. Резервная валюта - это конвертируемая иностранная валюта или товар, выбранный исходя из его предполагаемой стабильности. Страна, выпускающая резервную валюту, называется резервной страной (если резервной валютой является товар; страна, в которой находится валютный фонд, считается резервной страной).

В качестве резервных фондов валютный фонд держит процентные ценные бумаги малого риска и другие активы, подлежащие оплате в резервной валюте. Валютный фонд держит резервные фонды, равные 100% или немного больше стоимости своих банкнот и монет в обращении, что определяется законом. Валютный фонд обычно не принимает депозиты; если он это делает, то они также должны быть обеспечены на 100% или немного больше ценными бумагами, подлежащими оплате в резервной валюте.

Валютный фонд получает прибыль от разницы между доходом, полученным от ценных бумаг, обеспеченных резервной валютой, которые он держит, и расходами на поддержание обращения своих банкнот и монет. Он переводит правительству (или своему владельцу) прибыль сверх той, которая нужна ему для оплаты своих расходов и поддержки резервов на уровне, определенном законом. Валютный фонд не контролирует по своему усмотрению количество банкнот, монет и депозитов, которыми он снабжает. Рыночные силы определяют количество банкнот, монет и депозитов и, следовательно, общий объем снабжения деньгами при системе валютного фонда.

Валютный фонд - это только часть денежной система в любой стране, которая имеет коммерческие банки и другие финансовые институты. Система валютного фонда включает в себя валютный фонд, коммерческие банки и другие финансовые институты. Она также включает определенные правила поведения для них и правительства, которые описаны в этой книге, касающиеся обменных курсов, конвертируемости, финансов правительства и так далее.

В таблице 1.1 перечисляются различия между типичным валютным фондом и типичным центральным банком. В этой главе кратко разъясняется каждое различие. В последующих главах эти различия обсуждаются детально. Мы подчеркиваем, что описание соответствует типичным реально существовавшим или существующим центральным банкам и валютным фондам. Описание валютного фонда не является описанием теоретически идеального валютного фонда или исключительно хорошего реально существующего валютного фонда. Описывается типичный реально существующий валютный фонд, однако реальное воплощение валютных фондов получилось близким к идеалу, для достижения которого они учреждались (см. главу 4). Соответственно, описание центрального банка не является описанием теоретически идеального центрального банка, и это не касается исключительно хороших реальных центральных банков, таких как Федеральная Резервная Система США или немецкий Бундесбанк. Это описание типично для реально существующего центрального банка, потому что Центральный Банк России сейчас, в лучшем случае - типичный центральный банк, и останется таким в обозримом будущем. Описание также касается большинства других центральных банков, особенно банков развивающихся стран, которые составляют сегодня явное большинство среди существующих центральных банков.[6]

[6] "Развивающиеся страны", по классификации Мирового Банка, это страны с низкими и средними доходами. "Развитые страны", по классификации Мирового Банка, это экономики с высокими доходами. По классификации Мирового Банка, Израиль, Сингапур, Гонконг, Объединенные Арабские Эмираты и Кувейт являются развивающимися странами, хотя они являются экономиками с высокими доходами (World Bank 1992a: 218-19).

| **Таблица 1.1. Типичный валютный фонд и типичный центральный банк** | |
|---|---|
| **Валютный фонд** | **Центральный банк** |
| 0бычно снабжает только банкнотами и монетами | Снабжает банкнотами, монетами и депозитами |
| Фиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте | Искусственно поддерживаемый или плавающий обменный курс |
| 100% резерв иностранной валюты | Различные размеры резерва иностранных валют |
| Полная конвертируемость | Ограниченная конвертируемость |
| Денежная политика, связанная правилами | Денежная политика по собственному усмотрению |
| Не является последним кредитором в критической ситуации | Последний кредитор в критической ситуации |
| Не регулирует деятельность коммерческих банков | Часто регулирует деятельность коммерческих банков |
| Прозрачный | Непрозрачный |
| Защищен от политического давления | Политизирован |
| Пользующийся высоким уровнем доверия | Пользующийся низким уровнем доверия |
| Имеет доход от сеньоража только в процентах | Имеет доход от сеньоража связанный с инфляцией |
| Не способен вызвать инфляцию | Способен вызвать инфляцию |
| Не может финансировать расходы правительства страны | Может финансировать расходы правительства страны |
| Не требует "предварительных условий" для денежной реформы | Требует "предварительные условия" для денежной реформы |
| Быстрая денежная реформа | Медленная денежная реформа |
| Малочисленный персонал | Многочисленный персонал |
| Примечание: перечисленные характеристики относятся к типичному действующему валютному фонду и центральному банку, особенно в развивающейся стране, а не к теоретически идеальному или очень хорошему валютному фонду или центральному банку. | |

Начнем с верхней части списка в Таблице 1.1. Типичный валютный фонд обычно снабжает только банкнотами и монетами, в то время как типичный центральный банк снабжает также депозитами. В прошлом некоторые валютные фонды принимали депозиты. Депозиты типичного валютного фонда отвечают тем же резервным требованиям, что и его банкнота и монеты. Для того чтобы упростить описание валютного фонда, в этой книге обсуждаются валютные фонды, которые выпускают только банкноты и монеты. Дополнительные сложности, связанные с депозитами, - небольшие и не оказывают особого влияния на анализ.

Банкноты и монеты, выпускаемые валютным фондом или центральным банком, и банкноты и депозиты коммерческих банков в системе валютного фонда или центрального банка составляют денежную базу. Денежной базой считаются резервы, имеющиеся у коммерческих банков, но не у населения. Депозиты населения в коммерческих банках и банкноты и монеты, имеющиеся у населения, составляют денежное снабжение (money supply).[7] Банкноты и монеты в обращении, имеющиеся как у населения, так и в коммерческих банках, образуют наличность.

---

[7] Мы вводим такое определение денежного снабжения для простоты изложения. На практике такие субституты денег как счета на денежном рынке взаимных фондов (в Соединенных Штатах) или, в меньшей степени, кредиты государственных предприятий другим государственным предприятиям (в России), почти так же ликвидны и широко применяемы при платежах, как

Депозиты в центральном банке являются основной формой резерва для коммерческих банков в типичной системе центрального банка. При типичной системе валютного фонда коммерческие банки не имеют депозитов в валютном фонде; вместо этого основной формой их резервов являются ценные бумаги, обеспеченные резервной валютой. Как в системе валютного фонда, так и в системе центрального банка, коммерческие банки держат банкноты и монеты валютного фонда или центрального банка (запас наличности) для удовлетворения требования своих вкладчиков по конвертации депозитов в банкноты и монеты.

Типичный валютный фонд поддерживает действительно фиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте. Обменный курс постоянен, или по крайней мере может быть записан в своде законов, который описывает законные обязательства валютного фонда. Способность валютных фондов поддерживать фиксированные обменные курсы оказалась превосходной (см. главу 4). Типичный центральный банк, напротив, поддерживает скорее искусственный или плавающий обменный курс, чем действительно фиксированный курс. Искусственный обменный курс остается постоянным по отношению к резервной валюте на какое-то время, но нет гарантий, что он сохранится на этом уровне на протяжении длительного времени. Плавающий обменный курс непостоянен по отношению к любой резервной валюте. Обменный курс, поддерживаемый центральным банком, обычно не записан в законе и может колебаться в зависимости от желания центрального банка или правительства. Когда типичный центральный банк испытывает сильное политическое или корыстное давление с целью девальвации валюты, он ее девальвирует. Якобы фиксированные обменные курсы, поддерживаемые центральным банком, в действительности обычно являются искусственно поддерживаемыми курсами. В главе 2 рассматривается различие между фиксированными и искусственно поддерживаемыми курсами.

В качестве резервных фондов для покрытия своих расходов (связанных с обращением его банкнот и монет), типичный валютный фонд держит ценные бумаги, обеспеченные резервной валютой; он также может держать банковские депозиты и небольшое количество банкнот резервной валюты. Резервы иностранной валюты составляют 100 или немного больше процентов от обязательств валютного фонда по своим банкнотам, монетам и депозитам, что установлено законом. Многие валютные фонды держали максимум от 105 до 110% резерва иностранной валюты для того, чтобы иметь запас прочности и в случае, если ценные бумаги, обеспеченные резервной валютой, имеющейся у него, упадут в цене. Типичный центральный банк, напротив, имеет произвольный размер резервов иностранной валюты: он не обязан поддерживать постоянный размер резервов иностранной валюты по отношению к его обязательствам. Даже там, где минимальная норма существует, типичный центральный банк может держать любой размер резервов сверх нее. Например, какой-то центральный банк, обязанный держать по меньшей мере 20% резервов иностранной валюты, может держать ЗО, 13О и даже 330% резервов. Типичный центральный банк также держит активы в местной национальной валюте, чего не делает типичный валютный фонд.

Типичный валютный фонд имеет свою полностью конвертируемую валюту: он обменивает свои банкноты и монеты на резервную валюту по установленному или фиксированному обменному курсу без ограничений. Любой, имеющий резервную валюту, может обменять ее на банкноты и монеты валютного фонда по фиксированному курсу, и любой, кто имеет банкноты и монеты валютного фонда, может обменять их на резервную валюту по фиксированному курсу. Однако валютный фонд не гарантирует, что депозиты в коммерческих банках конвертируемы в банкноты и монеты валютного фонда. Коммерческие банки обязаны держать достаточно банкнот и монет в качестве запаса наличности для выполнения своих договорных обязательств по отношению к вкладчикам по конвертированию депозитов в банкноты и монеты по требованию. Если правительство не устанавливает требований к минимуму резервов коммерческих банков, они могут держать любой объем или норму резервов, какой они считают разумным; они не обязаны держать 100% резервы иностранной валюты как валютный фонд или 100% банкнот и монет валютного фонда, покрывающих депозиты. (Другими словами, в системе валютного фонда МО обеспечен резервами иностранной валюты на 100%, тогда как более широкие показатели

---

депозиты в коммерческих банках. Чтобы избежать проблем дефиниции, можно считать коммерческие банки символом всех институтов, которые дают кредит, широко принимаемый как средство платежа.

денежного снабжения - M1, M2 и M3 в полной степени не обеспечены.) Депозиты в коммерческих банках полностью конвертируемы по фиксированному обменному курсу в банкноты и монеты валютного фонда, а банкноты и монеты валютного фонда полностью конвертируемы по фиксированному обменному курсу в резервную валюту. Что касается других иностранных валют, то валютный фонд не имеет прямого влияния на определение обменных курсов по отношению к ним. Коммерческие банки торгуют ими по курсам, определяемым рынком, и эти курсы могут быть фиксированными, искусственно поддерживаемыми или плавающими по отношению к резервной валюте и, следовательно, по отношению к валюте валютного фонда.

Типичный центральный банк, напротив, имеет ограниченную конвертируемость своей валюты. Центральные банки в большинстве из двух десятков наиболее развитых стран и в нескольких других странах имеют полностью конвертируемые валюты, но большая часть центральных банков, включая Центральный Банк России, имеет частично конвертируемые или неконвертируемые валюты. Центральные банки ограничивают или запрещают определенные сделки, в частности, приобретение зарубежных ценных бумаг и недвижимой собственности (см. главу 2 и IMF 1992e).

Типичный валютный фонд проводит связанную правилами денежную политику. Валютному фонду не разрешено изменять обменный курс, за исключением крайней необходимости (в главе 6 излагаются правила для определения таких ситуаций). Валютному фонду также запрещено изменять свою норму резерва и регулирование деятельности коммерческих банков. Валютный фонд просто обменивает свои банкноты и монеты на резервную валюту по фиксированному курсу в таких количествах, которые требуются коммерческим банкам или населению. Если объем денег в обращении изменяется, роль валютного фонда пассивна. Только рыночные силы определяют объем денег в обращении через процесс саморегуляции (см. главу 4).

Типичный центральный банк, напротив, проводит частично или в полном объеме денежную политику по собственному усмотрению. Центральный банк может изменять по своему желанию или после утверждения правительством обменный курс, свою норму резервов иностранной валюты, а также регулировать деятельность коммерческих банков. Он не подчиняется строгим правилам, в отличие от типичного валютного фонда. В главах 2 и 4 обсуждается эффект денежной политики по собственному усмотрению, проводимый центральным банком.

Типичный валютный фонд не выступает последним кредитором в критической ситуации. то есть он не дает кредита коммерческим банкам или другим фирмам с целью помочь им избежать банкротства. Коммерческие банки при системе валютного фонда должны полагаться на другие варианты (см. главу 8). Типичный центральный банк является последним кредитором в критической ситуации.

Типичный валютный фонд не регулирует деятельность коммерческих банков. Правил для банков в системе валютного фонда обычно немного, и они устанавливаются министерством финансов или учреждением по регулированию деятельности банков. Типичный центральный банк часто регулирует деятельность коммерческих банков. Вероятно, самой распространенной формой регулирования является установление требований к резервам коммерческих банков. Требуемые резервы, которые держатся в форме депозитов центрального банка и в запасе наличности, обычно превосходят разумные размеры резервов, которые бы держали коммерческие банки, если бы не существовало этих требований. Деятельность типичного валютного фонда прозрачна. потому что валютный фонд - очень простой институт. Это просто своего рода склад для ценных бумаг, обеспеченных резервной валютой, который обеспечивает обращение своих банкнот и монет. Деятельность типичного центрального банка непрозрачна. Центральный банк - это не склад; это спекулятивный институт, эффективность которого, в частности, и зависит от способности иногда действовать в тайне. Например, Центральный Банк России не объявляет, насколько вырастет объем выпускаемых им рублевых банкнот в следующем месяце, в лучшем случае он объявляет, насколько вырос их выпуск в прошлом.[8]

[8] Еще один пример непрозрачности систему центрального банка - золото, которое якобы хранил Центральный Банк СССР. Для привлечения иностранных займов Государственный Банк годами лгал о количестве золота, находящегося у него. В сентябре 1991 года советник советского правительства признался, что большей части этого золота не существовало (Hiatt 1993a). Даже наиболее уважаемые центральные банки похожим образом скрывали свои действия от общественности. Например, Оскар Моргенштерн (Morgenstern 1963:20-1), который исследовал точность банковских записей центральных банков, отмечал, что "...Центральные банки во многих

Так как типичный валютный фонд связан правилами и прозрачен, он защищен от политического давления. Он защищен подразумеваемыми правилами поведения в политике или, что еще лучше, четким сводом законов, как показано в Приложении А. Типичный центральный банк политизирован. Некоторые центральные банки, такие, как немецкий Бундесбанк или Федеральная Резервная система США, политически независимы в том смысле, что их управляющие, однажды назначенные, имеют исключительное право контроля над денежной базой и не могут быть уволены администрацией или судебными органами до истечения зафиксированных сроков пребывания в должности. Даже наиболее политически независимые центральные банки иногда подвергаются, однако, сильному политическому давлению. Центральный Банк России и его предшественники были весьма политизированными (см. главу 3).

Типичный валютный фонд пользуется высоким доверием. Его обязательные 100% резервов иностранной валюты, связанная правилами денежная политика, прозрачность и защищенность от политического давления дают ему возможность поддерживать полную конвертируемость и фиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте. Правильно выбранная резервная валюта будет стабильна, следовательно, будет стабильна валюта, выпущенная валютным фондом. Типичный центральный банк, напротив, пользуется низким уровнем доверия. Несколько исключительно хороших центральных банков, которые существуют в основном в развитых странах, пользуются высоким уровнем доверия, но большинство, в том числе и Центральный Банк России, - нет. Из-за того, что типичный центральный банк действует по своему усмотрению в денежной политике, непрозрачен и политизирован, он имеет возможности и стимул нарушать обещания насчет обменного курса или инфляции, когда он захочет.

Читатели могут спросить, как может пользоваться довернем валютный фонд, если, как это было со многими валютными фондами, его резервная валюта выпускается центральным банком. Не может ли центральный банк страны резервной валюты создать финансовую нестабильность, например. в России? Ни один центральный банк не имеет безупречной репутации в борьбе с инфляцией. Центральный банк страны резервной валюты может экспортировать нестабильность и инфляцию в Россию через валютный фонд.

Мы отвечаем, что нужно думать об относительном доверии. Резервная валюта, если она выпускается центральным банком, должна выпускаться исключительно хорошим центральным банком, таким, как Федеральная Резервная Система США или Немецкий Бундесбанк. Федеральная система и Бундесбанк не безупречны, но они пользуются гораздо большим доверием, чем Центральный Банк России сейчас или в обозримом будущем. В 1965-1980 гг. и 1980-1990 гг. только шесть из 101 развивающихся стран имели, по сведениям Мирового Банка, инфляцию цен потребительских товаров ниже, чем в США, и только две - годовую инфляцию ниже, чем в Германии (World Bank 1992a: 218-19). Доллар США и немецкая марка имеют исключительно хорошую репутацию и хорошие перспективы для стабильность в будущем, в то время как рубль, выпускаемый Центральным Банком России, имеет плохую репутацию и плохие перспективы для стабильности в будущем. Валютный фонд передает относительное доверие к центральному банку страны резервной валюты рублю валютного фонда, в то время как это не может случиться, если в России останется система центрального банка. Валютный фонд может "импортировать" денежную политику исключительно хорошего центрального банка с помощью фиксированного обменного курса по отношению к валюте, выпускаемой таким центральным банком.

Типичный валютный фонд получает доход от сеньоража (доход от змисси) только в виде процента. Валютный фонд получает доход в проценте от своих авуаров в ценных бумагах,

---

странах и почтенный Английский Банк не являются исключениями, они десятилетиями публиковали сознательно искаженные статистические данные. Например, когда часть золота, которое они имели, проходила как "прочие активы" и лишь часть была показана как "золото". В демократической Великобритании перед Второй мировой войной Правительственный Фонд стабилизации валюты какое-то время занижал все данные о запасах золота, хотя позднее стало ясно, что запасы, хранящиеся в Английском Банке, превосходили показанные объемы. Этот список можно продолжить. Если солидные правительства фальсифицируют информацию в политических целях, если Английский Банк лжет и скрывает либо фальсифицирует данные, то можно ли ожидать от мелких действующих лиц финансового мира, чтобы они всегда были правдивы, особенно если они знают, что Английский Банк и много других почтенных банков не являются таковыми?"

обеспеченных резервной валютой (своих основных активов), но не получает дохода от своих банкнот и монет (своих пассивов). Общий сеньораж - это доход от выпуска банкнот и монет. Это может быть прямой доход от процента или скрытый доход в форме товаров, приобретенных за деньги. Чистый сеньораж (прибыль) - это общий сеньораж минус стоимость введения банкнот и монет в обращение и поддержки их обращения.

Типичный центральный банк также имеет доход от сеньоража на своих банкнотах и монетах в обращении, а также от депозитов коммерческих банков в центральном банке, и от займов. Депозиты, также как банкноты и монеты, не дают обычно никакого процента. Более важный источник сеньоража для типичного центрального банка - инфляция. Точно определяя термин "инфляция", можно сказать, что это общее повышение цен, вызванное увеличением снабжения номинальной денежной массой, которое не является результатом увеличения добровольных сбережений. Типичный валютный фонд не может вызвать инфляцию, потому что он не контролирует до конца резервы денежной системы. Например, в системе валютного фонда Гонконга в качестве резервной валюты используется доллар США. Последним резервом системы валютного фонда Гонконга является денежная база доллара США, которая в большей степени снабжается Федеральной Резервной системой США, чем Обменным фондом Гонконга (валютным фондом). Как любая система с фиксированными обменными курсами, система валютного фонда может передать инфляцию из страны резервной валюты, но валютный фонд не может создать инфляцию, потому что он не может увеличить денежную базу независимо от финансовых властей страны резервной валюты. Типичный центральный банк, напротив, может создать инфляцию по своему усмотрению путем увеличения местной национальной денежной базы, что и делает сейчас Центральный Банк России.

Типичный валютный фонд не может финансировать расходы своего правительства или государственных предприятий своей страны, потому что ему не разрешается давать им займы. Типичный центральный банк финансирует расходы своего правительства, будь то в относительно малом (как в США) или в большом (как в России) объеме.

Типичный валютный фонд не требует "предварительных условий" для денежной реформы. Правительственные финансы, государственные предприятия или торговля не обязательно должны быть реформированы, прежде чем валютный фонд начнет выпускать твердую валюту. Типичный центральный банк не может выпускать твердую валюту даже если существуют "бюджетные предпосылки", то есть правительство больше не нуждается в финансировании бюджетного дефицита с помощью инфляции. Однажды начав влиять на центральные банки в вопросе финансирования дефицита, правительствам обычно трудно остановиться.

Типичный валютный фонд ведет к быстрой денежной реформе. Например, валютный фонд Северной России, описанный в главе 9, открылся всего через 11 недель после того, как впервые обсудили план его введения. Типичный центральный банк является препятствием на пути быстрой денежной реформы, что объясняется в следующей главе.

Наконец, типичный валютный фонд нуждается лишь в малочисленном персонале, состоящем из нескольких человек, занятых рутинной работой, которой легко обучиться. Типичному центральному банку нужен многочисленный персонал, обученный тонкостям денежной теории и политики.

## ВАЛЮТНИЙ ФОНД - КЛЮЧ К ЭКОНОМИЧЕСКОЙ РЕФОРМЕ В РОССИИ

Традиционный подход к экономической реформе в России и других странах с рождающейся рыночной экономикой утверждает необходимость наличия в них центральных банков.[9]

[9] Примеры традиционного подхода: Allison и Yavlinsky (1991: 44), Camdessus (1992), Fischer (1992: 89-94), Fischer и Gelb(1991), IMF и др. (1990, v. 1: 373-5), Lipton и Sachs (1992: 229-44, но см. 258-9), Sachs и Lipton (1992: 29, 47), а также World Bank (1992b, xxiii, 113). Другие недавние работы, в которых говорится о необходимости наличия в России системы центрального банка - Angell (1989), Indjikian (1991: 51), McKinnon (1991: 143), Uno (1991: 167); план Шаталина (Yavlinsky и Kushner 1991) и Другие советские и российские планы реформ, а также с небольшими исключениями - Brada и Claudon (1992), Claasen (1991), Clague и Rausser (1992), и Williamson (1991a).

Традиционный подход - суть проводимых Международным Валютным Фондом (МВФ) с начала 80-х годов стабилизационных программ во многих странах, в которых имеется в наличии сверхинфляция и большой государственный сектор в экономике. Традиционного подхода придерживаются МВФ, Мировой Банк, западные правительства, оказывающие помощь России, а также многие западные и российские экономисты. Экономические реформы, проведенные в Польше с 1 января 1990 года, являются примером традиционного подхода.[10]

Как и любая совокупность идей в экономическом направлении, традиционный подход к экономической реформе в России и других странах с возникающей рыночной экономикой не является монолитным, но он имеет основные характеристики, описанные в этой книге.

Нынешняя программа экономических реформ российского правительства следует традиционному подходу лишь отчасти. Например, в денежной политике российское правительство и Центральный Банк России не следуют ни традиционному, ни альтернативному подходу, который мы здесь защищаем. Однако мы думаем, что традиционный подход не сработает, даже если будет проводиться в России в полном объеме. Согласно традиционному подходу Центральный Банк России должен обеспечивать твердую валюту. В главах 2 и 3 поясняется, почему Центральный Банк России навряд ли обеспечит твердую валюту в ближайшем будущем. Следовательно, традиционный подход рискует потерпеть поражение, полагаясь на Центральный Банк России.

Валютный фонд является важной частью альтернативного подхода к экономической реформе. Альтернативный подход разделяет цели традиционного подхода, но достигает их с помощью других средств.[11]

Оба подхода к экономической реформе имеют две главные цели: макроэкономическую стабилизацию - для того, чтобы остановить падение производства; и изменение микроструктуры экономики - для того, чтобы войти в рыночную экономику. Макроэкономическая стабилизация имеет дело с экономическими явлениями, которые влияют на экономику в целом: инфляция, процентные ставки, контроль над ценами и торговля. Изменение микроструктуры экономики имеет отношение к собственности на ресурсы и структуре отдельных секторов экономики, таких как сельское хозяйство, коммуникации и розничная торговля. Макроэкономическая стабилизация может быть достигнута даже действиями только правительства, в то время как изменение структуры макроэкономики требует вмешательства как своих, так и иностранных предпринимателей. В таблице 1.2 приводятся в сжатом виде цели и средства как традиционного, так и альтернативного подходов к экономической реформе в России и других странах с возникающей рыночной экономикой.

---

[10] Описанные программы польской реформы и ее результатов см.: Lipton и Sachs (1990ab), а также OECD (1992). Описание чего-то похожего на программу реформу в Чехословакии перед ее разделением на две отдельные страны, см.: Aghevli и др. (1992). Общее описание и оценку программ экономической стабилизации, разработанных с помощью МВФ, см.: Bruno (1992) и Tocqueville Institute (1992).

[11] Описание альтернативного подхода, приведенное здесь, заимствовано с некоторыми изменениями из Walters (1992b).

| Таблица 1.2 Цели и методы достижения результата экономической реформы в России | | |
|---|---|---|
| **Цели** | **Методы** | |
| | **Альтернативный подход** | **Традиционный подход** |
| **Макроэкономическая стабилизация** | Отказ от регулирования цен и торговли | Либерализация цен и сферы торговли |
| | Валютный фонд с фиксированным обменным курсом | Центральный банк с искусственно поддерживаемым обменным курсом |
| **Изменение структуры макроэкономики** | "Рыночная инфраструктура" | "Рыночная инфраструктура" |
| | Приватизация и превращение в акционерные общества государственной собственности | Быстрая приватизация государственной собственности |

Теперь давайте сравним эти два подхода. Альтернативный подход обеспечивает макроэкономическую стабилизацию за счет отказа от регулирования цен и торговли и с помощью учреждения валютного фонда с фиксированным обменным курсом. Традиционный подход пытается достичь макроэкономической стабилизации за счет либерализации цен и торговли и за счет призывов к центральному банку поддерживать искусственно обменный курс. Методы кажутся схожими, но оказывают совершенно различный эффект.

Альтернативный подход призывает к отказу от регулирования цен и торговли. Это означает отмену любого контроля над ценами, кроме, возможно, тех, которые относятся к общим коммунальным услугам, - ценам на электричество, газ и воду, которые могут регулироваться специальными агентствами, что и делается во многих странах с рыночной экономикой (и даже в случае с общими коммунальными услугами отмена правовых барьеров на пути конкурентной борьбы может принести лучшие результаты, нежели обычное регулирование цен). При альтернативном подходе отменяются также все торговые квоты и, в идеале, вообще все тарифы. На практике тарифы можно и сохранить, потому что они являются одним из наиболее легко собираемых налогов, но в этом случае тарифы должны использоваться только для получения налоговых поступлений, но не для защиты отраслей отечественной промышленности от иностранной конкуренции. Тарифные ставки должны быть низкими и унифицированными. Альтернативный подход не нуждается в квотах или тарифах для усиления контроля над обменом иностранной валюты, так как своя валюта полностью конвертируема.

Традиционный подход, напротив, призывает к либерализации цен и торговли. При этом отменяются контроль над многими ценами, многие квоты и тарифы, но другие остаются в силе. При традиционном подходе полный отказ от регулирования цен и торговли невозможен, потому что центральный банк позволяет правительству и государственным предприятиям оперировать нежесткими бюджетными ограничениями. Нежесткость бюджетных ограничений означает, что, в силу того, что субъекты экономики получают субсидии, они могут тратить больше того, что они получили в виде прибыли и несубсидированных займов. Противоположность нежестким бюджетным ограничениям - жесткие бюджетные ограничения. Это означает, что агенты экономики не могут тратить больше суммы их прибылей плюс несубсидированные займы.[12]

Вот пример того, как работают нежесткие бюджетные ограничения. Многие государственные предприятия в России убыточны. Однако они продолжают увеличивать зарплату рабочим и копить сырье на складах, потому что они ожидают от правительства возмещения своих потерь, либо непосредственное, либо через Центральный Банк России. Вместо того, чтобы перепрофилировать или закрыть предприятия, российское правительство дает указание Центральному Банку России дать заем правительству под смехотворно низкий, фактически отрицательный процент

[12] Более полдробно о жестких и нежестких ограничениях и их связи с инфляцией см.: Kornai (1992: 140-5, 548-52) и Nagoaka и Atiyas (1990).

(процентная ставка меньше уровня инфляции).[13] Правительство использует займы для субсидирования убыточных государственных предприятий. Рабочие убыточных государственных предприятий, предприятия и правительство - все они имеют в данном случае нежесткие бюджетные ограничения.

Кредиты, данные Центральным Банком России для финансирования нежестких бюджетных ограничений, увеличивают денежную базу, а слишком быстрое увеличение денежной базы приводит к инфляции. В попытке предупредить инфляцию, традиционный подход требует от правительства сохранения централизованного контроля над ценами на государственных предприятиях, ограничивая размер зарплат рабочих, объем сырья, которое разрешено получать предприятиям, а также задолженность коммерческим банкам.[14] Правительство также сохраняет некоторые торговые квоты, тарифы и контроль над обменом иностранной валюты для того, чтобы предотвратить возникновение нежестких бюджетных ограничений в торговле с зарубежными странами, которую ведут государственные предприятия. До тех пер, пока у правительства отсутствует возможность или сила воли проводить жесткий ценовой и прочий контроль, нежесткие бюджетные ограничения продолжают существовать.

При альтернативном подходе способом установления жестких бюджетных ограничений, крайне необходимых для макроэкономической стабилизации, является учреждение валютного фонда с фиксированным курсом обмена. Типичный валютный фонд стремится установить жесткие бюджетные ограничения, так как он не может создать инфляции для того, чтобы финансировать правительственный бюджетный дефицит. Валютный фонд не дает займов ни своему правительству, ни государственным предприятиям, ни прямо, ни через отечественные коммерческие банки, ни через правительственный бюджет. Жесткие бюджетные ограничения, которые валютный фонд стремится наложить на правительство, ограничивает номинальный и реальный объем субсидий, который правительство может предоставить государственным предприятиям. Он создает давление на правительство с целью перепрофилирования или закрытия убыточных предприятий. Государственные предприятия в стадии перепрофилирования или закрытия ужесточают свои бюджетные ограничения. При альтернативном подходе централизованный контроль над ценами не нужен. Определение цен должно быть оставлено рыночным силам в рамках жестких бюджетных ограничений, так как государственные предприятия, которые убыточны, подлежат закрытию или перепрофилированию по указанию правительства.

При традиционном подходе, напротив, в качестве способа, при помощи которого пытаются установить жесткие бюджетные ограничения. используют центральный банк с искусственным обменным курсом. Однако из-за того, что обменный курс скорее искусственно поддерживается, чем фиксирован, бюджетные ограничения остаются нежесткими. Недостатком искусственного обменного курса является то, что он допускает девальвацию. Девальвация смягчает бюджетные ограничения, позволяя центральному банку финансирование бюджетного дефицита правительства до любого номинального объема. Когда займы, данные центральным банком, увеличивают денежную базу настолько, что центральный банк теряет большие объемы резервов иностранной валюты при существующем искусственном обменном курсе, он девальвирует валюту и вводит новый искусственный курс, который держит до следующей девальвации. Если это в полной мере применять в России, традиционный подход приведет скорее всего к частым девальвациям искусственно поддерживаемого курса рубля, нежесткие бюджетные ограничения будут продолжать существовать, потому что россияне будут знать, что нет последнего номинального предела способности Центрального Банка России финансировать бюджетный дефицит правительства (см. главу 2).

---

[13] Реальные процентные ставки в этой книге - это всегда ex ante реальные ставки (ставки, которые ожидают получить заимодавцы и заемщики), а не ex post реальные ставки (ставки, которые имели место затем в действительности).

[14] Российское правительство рассматривало в 1992 году вопрос о контроле над зарплатами (политику в отношении доходов), чтобы предотвратить дальнейшее смягчение нежестких бюджетных ограничений государственных предприятий (IMF 1992c: 30). Польша устанавливает контроль над зарплатами на государственных предприятиях (OECD 1992: 44-5).

При традиционном подходе Центральный Банк России будет стремиться оставаться последним кредитором в критической ситуации не только для коммерческих банков, как центральные банки в развитых странах, но и для государственных предприятий и для правительства. В большинстве развитых стран доступ к центральному банку как к последнему кредитору в критической ситуации для коммерческих банков ограничен. Центральный банк является последним кредитором в критической ситуации для государственных предприятий. Центральные банки в большинстве развитых стран выступают в качестве кредиторов в критической ситуации нечасто, в случаях, когда вероятно уменьшение доверия к стабильности денежной системы из-за неудач коммерческих банков. Центральный Банк России, как и центральные банки многих других развивающихся стран, является последним кредитором в критической ситуации в более широком и более опасном смысле, и останется таким после применения в полном объеме традиционного подхода к экономической реформе в России. В России государственные предприятия, так же, как коммерческие банки, имеют доступ к центральному банку как к последнему кредитору в критической ситуации. Центральный Банк России часто выступает в качестве последнего кредитора в критической ситуации для государственных предприятий. Можно даже сказать, что в последние несколько лет Центральный Банк России стал их кредитором при первых трудностях. Нежесткие бюджетные ограничения, разрешенные Центральным Банком России, создают для российской денежной системы проблемы морального характера (стимулы к нечестному поведению). Нежесткие бюджетные ограничения будут продолжать свое существование, если будет полностью применен традиционный подход.

Как альтернативный, так и традиционный подход допускают, что перестройка структуры микроэкономики может начаться раньше стабилизации макроэкономики, но они расходятся в отношении связи между перестройкой структуры микроэкономики и стабилизацией макроэкономики. Альтернативный подход стремится быстро ввести жесткие бюджетные ограничения.[15] При альтернативном подходе российское правительство будет стремиться финансировать себя с помощью взимания налогов и заема денег под положительный реальный процент. Оно может продолжать субсидировать некоторые государственные предприятия, так что их бюджетные ограничения останутся нежесткими, но оно будет вынуждено выбирать, какие убыточные предприятия оно будет продолжать субсидировать, а какие нет, и будет стремиться ужесточить бюджетные ограничения на остальных с помощью их перепрофилирования или закрытия. Государственные коммерческие банки будут стараться повысить процентные ставки до положительного реального уровня и прекратить быть каналом субсидий для государственных предприятий, потому что при альтернативном подходе ни один центральный банк не является последним кредитором в критической ситуации для субсидирования государственных коммерческих банков или государственных предприятий, что, в свою очередь, заставит предприятия больше ориентироваться на рынок, например, ограничивая рост зарплаты до уровня, оправданного производительностью рабочих.

Альтернативный подход не требует предварительных условий, финансовых или каких-либо других, скорее он, стремясь к установлению жестких бюджетных ограничений, создает финансовые условия для экономической реформы и одновременно сразу же вводит твердую валюту. Он стремится к достижению макроэкономической стабильности более быстро и позволяет быстрее провести другие экономические реформы нежели при традиционном подходе.[16] Опыт ряда систем валютных фондов в осуществлении подобных экономических реформ после второй мировой войны (см. главу 4) показывает, что альтернативный подход может иметь успех в России.

Традиционный подход, напротив, вряд ли быстро ужесточит бюджетные ограничения, потому что он полагается на Центральный Банк России как на средство макроэкономической стабилизации. Вместо этого нежесткие бюджетные ограничения, широко распространенные в российской экономике, вероятно будут сохраняться. Центральный Банк России скорее финансировал бюджетный дефицит правительства, чем оказывал давление, чтобы уменьшить его.

---

[15] Или, при варианте с параллельной валютой при основании валютного фонда бюджетные ограничения становятся все более жесткими (см. главу 5).

[16] Rybczynski (1991: 31) также считает, что финансовая реформа должна стать первой из реформ, хотя она не является синонимом валютного фонда.

Таким образом, правительственний бюджет стал фокусом попыток реформирования российской экономики; сбалансированный бюджет является финансовой предпосылкой для введения твердой валюты при традиционном подходе (Fedorov 1991: 281; Greene и Isard 1991: 8-11; McKinnon 1991: 4; IMF 1992c: 30-1; World Bank 1992b: 29-31). Однако без жестких бюджетных ограничений бюджетный дефицит будет продолжать оставаться большим, потому что дефицитные расходы - это способ к покупке временного политического мира.

Осознание трудности достижения быстрой стабилизации макроэкономики с помощью центрального банка, кажется, заставило изменить стратегию МВФ в России и других бывших советских республиках. Сейчас МВФ сосредоточился на перестройке структуры микроэкономики, надеясь, что это со временем создаст условия для стабилизации макроэкономики (Balls 1993). Этот вариант традиционного подхода навряд ли будет успешным. Несмотря на установление жестких бюджетных ограничений средствами макроэкономической стабилизации, реформы больших государственных предприятий, которая является решающей частью реформы в микроэкономике, не случится. Убыточные государственные предприятия настолько сильны политически, что могут с успехом продолжать требовать субсидий до тех пор, пока инфляция сможет продолжать извлекать значительные реальные ресурсы из остальной российской экономики; следовательно, сверхинфляция будет продолжаться.

Чтобы достичь стабилизации в микроэкономике, и альтернативный, и традиционный подходы призывают к установлению рыночной инфраструктуры -институтов и инноваций таких, как частная собственность, полный свод законов о предпринимательстве, реформированная система расчетов, соответствующая общепринятым западным стандартам, и соответствующим образом подготовленный персонал (см. Niskanen 1991). Как альтернативный, так и традиционный подход предлагают также приватизацию государственной собственности. Приватизация повышает производительность, делая связь между трудом и вознаграждением более прямой. Некоторые правительства в странах с возникающей рыночной экономикой успешно приватизировали крестьянские хозяйства, жилье и малые предприятия в короткие сроки; местные власти также начали приватизировать такого типа государственную собственность. Опыт показал, что быстрая приватизация малых государственных предприятий экономически оправдана и может быть популярна в политическом смысле.

Приватизация больших государственных предприятий - другое дело. Опыт других стран с возникающей рыночной экономикой подсказывает, что приватизация крупных предприятий в России будет долгой и медленной в силу политических причин. Исходя из этого альтернативный подход включает в себя политику переходного периода, корпорализацию в сочетании с перепрофилированием, или закрытие государственных предприятий со сменой их формы собственности, их руководства и их организационной структуры. Жесткие бюджетные ограничения, которые стремится ввести валютный фонд, создают сильное политическое давление в направлении корпорализации и глубокой приватизации.

Традиционный подход, напротив, подчеркивает важность быстрой приватизации.[17] Быстрая приватизация небольших государственных предприятий накладывает жесткие бюджетные ограничения на новых владельцев, потому что они слишком многочисленны и разобщены для того, чтобы оказывать сильное политическое давление. Однако быстрая приватизация больших государственных предприятий, даже если она возможна с политической точки зрения, может не установить жестких бюджетных ограничений для новых владельцев и, следовательно, для менеджеров и рабочих. Предприятия могут продолжать получать субсидии, потому что владельцы, менеджеры и рабочие могут оказывать сильное политическое давление. Приватизация больших государственных предприятий не обязательно приведет к ужесточению их бюджетных ограничений, несмотря на то, что правительство само имеет такие ограничения и ему нелегко субсидировать предприятия. Их бюджетные ограничения будут оставаться нежесткими и одна из важных причин сверхинфляции будет продолжать свое существование. Следовательно, возможно, что быстрая официальная приватизация больших государственных предприятий в России не приведет к их настоящей приватизации, если не будет существовать валютного фонда.

[17] Некоторые сторонники традиционного подхода например, Fischer и Gelb (1991: 98) также считают нужным проведение корпорализации.

В вышедших недавно работах, посвященных традиционному подходу, проблема последовательности, то есть определенного порядка, в котором должны проводиться реформы, породила множество дискуссий.[18] Мы считаем, что доверие к общей программе реформ важнее, чем порядок, в котором реформы проводятся. Возникающая в России рыночная экономика может добиться успеха даже если порядок проведения реформ не идеален, но обеспечивает противодействие вступлению реформ в серьезное противоречие друг с другом и становление их частью программы, достаточно полной для того, чтобы изменить фундаментальные экономические отношения. Половинчатые реформы бессмысленны и обречены на провал. Всесторонняя программа реформ по созданию полноценной рыночной экономики в России должна включать следующие моменты:

1. Реформа денежной системы с помощью валютного фонда.
2. Отмена сохранившихся рудиментов центрального планирования (около 40% товаров государственных предприятий продолжает распределяться в централизованном порядке [Aslund1992]).
3. Отмена оставшегося контроля над ценами и субсидий.
4. Корпорализация государственных предприятий.
5. Приватизация как можно большей части государственной собственности, в частности жилья и фермерской земли. Отмена системы прописки, которая ограничивает передвижение рабочей силы и не нужна там, где существует свободный рынок жилья.
6. Продолжение процесса отказа от регулирования торговли (более низкие барьеры на пути импортных товаров помогут предотвратить диктат отечественных монополистов). Отмена экспортных квот.
7. Снижение налогов с целью поощрения предпринимательской активности.
8. Отказ от предоставления объединениям и отраслям специальных привилегий, которые защищают их от конкурирующих рыночных сил.
9. Применение законов, которые защищают права на частную собственность, обеспечивают выполнение договоров и поощряют основание новых фирм.
10. Предание гласности изменений в экономике, для того, чтобы россияне и иностранцы понимали курс и вероятную последовательность реформ. Кое-где мы уже писали об элементах всеобъемлющей программы экономических реформ, необходимой в целом для стран с возникающей рыночной экономикой (Hanke и Walters 1991a). Недавний доклад Мирового Банка (World Bank 1992b) содержит много детальных предложений для реформирования российской экономики, и хотя мы согласны не со всеми его рекомендациями, это хорошее начало для обдумывания всеобъемлющей экономической реформы в России. Исходя из этого мы не будем развивать здесь далее наши идеи о перестройке структуры микроэкономики или об отказе от регулирования цен и торговли как об одном из аспектов макроэкономической стабилизации. Вместо этого мы в данной книге сосредоточим свое внимание на денежной реформе как аспекте макроэкономической стабилизации, потому что это - ключ к быстрому проведению экономической реформы в России.

Валютный фонд, учрежденный в соответствии с нашими предложениями, будет полезен для Российской экономики. Он начнет выпускать твердую валюту со дня своего открытия. Его фиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте станет "якорем" для зарплат и цен, он будет удерживать инфляцию и реальные процентные ставки на относительно низком уровне, как это происходит в странах Запада. Цены в рублях станут применимы для точных экономических расчетов, которых сейчас по большей части не существует.

Валютный фонд стремится недопустить обменный риск при обмене на резервную валюту (обменным риском называется возможные потери или доход, вызванные колебаниями обменных курсов). Отечественные и иностранные инвестиции в Россию и её внешнюю торговлю будут, следовательно, выше, нежели если в России останется система центрального банка. Увеличение инвестиций поднимет норму капитала на рабочую силу, производительность труда и реальную зарплату. Экономический рост будет выше и эмиграция квалифицированных работников из России

[18] См., например, Edwards (1989) и Fischer и Gelb (1991: 101-4).

будет ниже, чем при других вариантах.[19] Успешная денежная реформа также усилит политическую легитимность представительного правительства России.

Российское правительство провело несколько экономических реформ, которые и необходимы, и популярны. Твердая валюта, которую обеспечит валютный фонд, станет достижением, которое позволит российскому правительству продемонстрировать как очевидный факт то, что ориентированные на рынок экономические реформы могут быстро приносить благоприятные результаты. Валютный фонд создаст атмосферу доверия к Российскому правительству, что поможет правительству проводить дальнейшие экономические реформы, необходимые для создания полностью рыночной реформы в России. Решительно порывая с существующими денежными институтами, валютный фонд также уменьшит возможность того, что эти институты будут использованы для реставрации рудиментов центрального планирования.

## ОБЗОР ОСТАЛЬНОЙ ЧАСТИ КНИГИ

Эта книга объясняет, как работает система валютного фонда и как создать валютный фонд в России. В главе 2 излагаются основные теоретические и практические аргументы против использования Центрального Банка России как средства для обеспечения твердой валюты. В главе 3 в общих чертах излагается история системы центрального банка в России, описывается, как центральный банк определил общие черты современной российской денежной системы, и указывается на некоторые основные проблемы, связанные с этой системой.

В главе 4 объясняется, чем определяется снабжение денежной массой в системе валютного фонда и приводятся сравнения с тем, как это делается в системе центрального банка. В главе 5 описаны два подхода к созданию валютного фонда. Один предусматривает превращение Центрального Банка России в валютный фонд. Другой - это создание валютного фонда как эмитента параллельной к рублю центрального банка валюты. (Параллельная валюта - это валюта, широко обращающаяся наряду с другой валютой и имеющая обменный курс, определяемый рыночными силами. Параллельная валюта может иметь фиксированный или искусственный плавающий обменный курс по отношению к другой валюте и может находиться в обороте законно или незаконно.)[20] Если валютный фонд является эмитентом параллельной валюты, то эта валюта будет обращаться наряду с рублем центрального банка по рыночному обменному курсу, так же как сейчас иностранная валюта. В этой книге валюта, выпускаемая валютным фондом, называется рублем валютного фонда, хотя она может быть названа и по-другому, если название "рубль" кажется неудачным.

Предлагаемый Российский валютный фонд будет выпускать банкноты и монеты, на 100% обеспеченные резервами иностранной валюты, такой как доллар США и немецкая марка, или золотом. Валютный фонд будет обменивать свои рубли на резервную валюту по действительно фиксированному обменному курсу. Валютный фонд может получить начальный резерв иностранной валюты несколькими путями. В главе 5 описано, как вычислить приблизительный размер начального резерва иностранной валюты в валютном фонде и как достать эти начальные резервы.

В главе 6 объяснены основные черты деятельности валютного фонда. Она также содержит мысли о путях защиты валютного фонда от политического давления, в частности от попыток превратить в центральный банк. Далее в ней идет речь о том, как система валютного фонда может действовать в случае, когда резервная валюта становится нестабильной. В главе 7 обсуждаются проблемы российской денежной системы, которые нужно разрешить при любой всесторонней денежной реформе, и объяснено, как созданный валютный фонд обеспечивает условия, при которых россияне могут решить эту проблему. В главе 8 даются ответы на возражения против введения системы валютного фонда в России. В главе 9 описано, как российские правительства в

---

[19] Согласно обзору, опубликованному в сентябре 1992 года, 20 миллионов человек в России, на Украине и в Белоруссии думали о возможной миграции (Krol 1992).

[20] Некоторые экономисты употребляют термин "параллельная валюта" для валюты, обращающейся наряду с другой по плавающему курсу, зачастую нелегально.

прошлом успешно проводили денежные реформы, используя подходы, подобные тем, которые мы защищаем. В главе 10 суммируются наши предложения.

Приложения содержат схему устройства предлагаемого Российского валютного фонда, список стран, в которых есть валютные фонды, и более детальное, чем в главе 4, объяснение, чем определяется денежное снабжение в системе валютного фонда.

Наши предложения выработаны для конкретных условий сегодняшней России, но суть подхода с использованием валютного фонда также применима и для других бывших советских республик, большинство которых страдают от той же комбинации сверхинфляции с резким падением промышленного производства, которая причиняет вред России.

## 2. АРГУМЕНТЫ ПРОТИВ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА В УСЛОВИЯХ РОССИИ

В предыдущей главе указывалось, что надежды на Центральный Банк России скорее приведут к более медленной и менее успешной реформе российской экономики, чем в случае наличия в России валютного фонда. Эта и следующая главы добавят детали к этому утверждению. Эта глава касается основных теоретических и практических возражений против использования Центрального Банка России как средства обеспечения твердой валюты в обозримом будущем. Возражения относятся к любому типичному центральному банку, а не только к Центральному Банку России. Эта глава также разрешает некоторые недоразумения, которые появились из-за того, что экономисты и политики уверовали в то, что центральный банк является единственным средством достижения макроэкономической стабилизации. Многие проблемы, связанные с макроэкономической стабилизацией, которые появляются при системе типичного центрального банка, отсутствуют при системе типичного валютного фонда. Следующая глава касается исторических факторов, относящихся к системе центрального банка в России, которые создали дополнительные проблемы для современной российской денежной системы, проблемы, которые отсутствуют во многих других системах типичного центрального банка.

### ФУНКЦИИ ДЕНЕГ, И НАСКОЛЬКО ХОРОШО ИХ ОСУЩЕСТВЛЯЕТ РУБЛЬ

Обсуждение характеристик денежной системы нужно начать с рассмотрения функций денег. Функциями денег являются их использование как средства обмена, сохранения стоимости и единицы счета. Твердая валюта выполняет все три функций в достаточной мере, что позволяет субъектам рыночной экономики эффективно вести децентрализованный обмен. Своя твердая валюта крайне важна для России сегодня, потому что российское правительство пытается заменить остатки централизованного планирования децентрализованным рыночным обменом. Без твердой валюты децентрализованный обмен не может полностью раскрыть свои возможности. Валюта, подверженная сверхинфляции, понижает эффективность децентрализованного обмена, а, следовательно, и рыночной экономики.

Сейчас рубль не является твердой валютой и не выполняет в достаточной мере ни одной из трех функций денег. Он не отвечает требованиям в качестве средства обмена: внешний мир отказывается принимать рубль. Это затрудняет получение иностранных инвестиций и проведение торговых операций, а, стало быть, сдерживает рост российской экономики. Неспособность Центрального Банка России переводить платежи между депозитными счетами привела к распространению обмена товарами, что позволяет предприятиям вести торговлю в форме бартера и избегать банковской системы при торговых операциях в пределах России.

Рубль является ненадежным средством сохранения стоимости: сверхинфляция делает его точную стоимость непредсказуемой, так как рубль постоянно обесценивается. В результате россияне делают сбережения в виде товарных запасов или относительно стабильных иностранных валют, что сохраняет стоимость лучше, чем рубль. Такое накопление разумно, учитывая быстрое обесценивание рубля, но дорогостояще по сравнению с возможностью пользоваться твердой отечественной валютой. Накопление товаров препятствует их использованию непосредственными потребителями, в силу чего они остаются на складах предприятий и в шкафах обычных граждан. Например, хранящиеся кирпичи призваны быть использованы для строительства квартир, а не загромождать строительные площадки. Накопление существует в централизованной плановой экономике из-за того, что централизованное планирование создает дефицит товаров (Shmelev и Popov 1989: 133-5, 305); накопление продолжает существовать и в возникающей рыночной экономике, потому что рубль ненадежен в смысле сохранения стоимости. Даже водка стала суррогатом средства сохранения стоимости (Albright 1991).

Что касается накопления иностранной валюты, то в ноябре 1991 года, по подсчетам советского центрального банка советские граждане, в основном жители Москвы и С.-Петербурга, имели на руках около трех миллиардов[21] долларов в зарубежной валюте, в основном в долларах США и в немецких марках. В силу продолжающейся сверхинфляции рубля, сейчас россияне почти

[21] В соответствии с американским употреблением "billion" (миллиард) в этой книге означает 1000 миллионов.

наверняка держат иностранных банкнот на сумму более шести миллиардов, что превышает стоимость рублевых банкнот, находящихся в обращении. Чтобы получить иностранные банкноты, россияне вынуждены отказываться от товаров и услуг в обмен на клочки бумаги, которые западные центральные банки печатают практически без всяких затрат. Это создает извращенную форму иностранной помощи, которую западные центральные банки получают от России. Кроме иностранных банков в России, российские предприятия и частные лица имеют банковские депозиты, ценные бумаги и недвижимость за границей, обычно в нарушение существующих правил зарубежных операций. Вероятно, доходы на сумму около 19 миллиардов долларов США в иностранной валюте покинули Россию только в 1991 году (Институт международных финансов 1992). Другие подсчеты приводят цифру в 2 миллиарда с января по сентябрь 1991 года, или 2,7 миллиарда в течение года (IMF 1992b: 33 n. 33). Депозиты в иностранных банках дают прибыль в процентах, поэтому в отличие от хранения иностранных банкнот они не являются извращенной формой иностранной помощи, но они уменьшают доступный России капитал, необходимый для модернизации российской экономики.

Рубль не подходит как единица расчета. Сверхинфляция деформировала структуру цен в России и сделала экономические подсчеты очень трудными. Реальные цены сильно колеблются, так как продавцы затрудняются вычислить эффект инфляции, а не из-за того, что происходят реальные изменения в спросе и предложении. Конкурентоспособность российских промышленных товаров на мировом рынке постоянно испытывает большие колебания исключительно из-за инфляции, что делает трудным для отраслей российской промышленности планировать выпуск продукции на экспорт и зарабатывать иностранную валюту. Еще один пример действия сверхинфляции - цены на энергию, которые до сих пор контролируются правительством, на самом деле резко колебались. Правительство постоянно повышало номинальные цены на энергию через неравные промежутки времени, но реальные цены снижались, так как продолжалась сверхинфляция (World Bank 1992b: 178, 314). Еще один пример влияния сверхинфляции - цены на один и тот же товар сильно различаются в одном и том же городе России, а по регионам расходятся в 10 раз (IMF 1992c: 10).[22] Большие колебания в реальных ценах из-за сверхинфляции приводят к противоречивости информации, что значительно затрудняет россиянам производить точные расчеты торговых балансов, а для рождающейся рыночной экономики - эффективно размещать ресурсы.

Несмотря на сверхинфляцию в рублевых ценах россияне продолжают в какой-то степени использовать рубль, в основном из-за того, что российское правительство использует его в платежах и расчетах и требует, чтобы большинство платежей производилось в рублях. Рубль больше не служит средством сохранения стоимости, но, поддерживаемый правительством, он продолжает служить средством обмена и единицей расчетов. Но даже в этих функциях иностранная валюта частично заменила рубль. Однако выгода от использования рубля как средства обмена состоит в том, что россияне охотно платят высокий налог из-за его обесценивания. Налог не так высок, как может показаться вначале. Например, если рубль обесценивается на 20% в месяц (то есть инфляция составляет 25% в месяц), россияне могут, задержав рубли в среднем всего на неделю, свести обесцененный налог до примерно 5% от сделки, так как неделя составляет примерно четверть месяца (см. Keynes 1971 [1923]: 44). Скорее стоит заплатить 5% от сделки, чем прибегать к бартеру, при котором разница между ценами покупателя и продавца составляет больше 5%. Возможно, не стоит платить в рублях 10 или 15% от сделки, и если инфляция будет продолжать расти, рубль прекратят использовать в качестве средства обмена. Когда это случится, его также прекратят использовать в качестве единицы расчетов.

## СТАБИЛЬНОСТЬ И ДОВЕРИЕ

Итак, сейчас рубль не является твердой валютой. Для более точного понимания того, как отечественная твердая валюта должна помочь российской экономике, в нескольких следующих разделах рассматривается связь между каждым свойством твердой валюты, перечисленным в

[22] Частично этот разрыв объясняется субсидиями на некоторые товары, в частности, на пищевые продукты. Некоторые местные власти выделяли субсидии, другие - нет.

предыдущей главе, - и соответствующими функциями денег - как средства обмена, сохранения стоимости и единицы расчетов.

Польза валюты как единицы расчетов зависит от ее стабильности. Стабильность означает, что текущая годовая инфляция относительно низка, обычно до 10%. Обсуждение стабильности мы соединим с обсуждением доверия к валюте. Доверие означает, что эмитент создает уверенность в том, что он будет сдерживать будущую инфляцию на низком уровне. Концепция доверия состоит в перенесении ожидания стабильности валюты в будущем. Пригодность валюты в качестве средства сохранения стоимости зависит от доверия к ней (в следующем разделе этой главы обсуждается связь между третьей функцией денег, пригодностью валюты в качестве средства обмена и полной конвертируемостью).

Центральные банки повсюду испытывают трудности в завоевании доверия. Эти трудности особенно ярко проявляются в развивающихся странах, так как там центральные банки испытывают очень сильное политическое давление в пользу инфляции. В 101 развивающейся стране, согласно докладу Мирового Банка, средний уровень годовой инфляции составлял 16,7% в период с 1965 по 1980 год и 61,8% - с 1980 по 1990 годы. Эти же показатели для 24 развитых стран, согласно докладу Мирового Банка, составляли 7,7% и 4,5% (World Bank 1992a: 219). С 1971 по 1990 годы 26 развивающихся стран имели инфляцию от 20 до 80% в год на протяжении двух лет, и еще 14 стран имели инфляцию, превышающую 200% в год на протяжении по крайней мере года (Goldstein и др. 1992: 7). Ни одна развитая страна, кроме Израиля, не имела такого уровня инфляции.

Перед Центральным Банком России стоят специфические проблемы в завоевании доверия, потому что у него и его предшественников - устойчивая репутация источника ненадежной валюты, уходящая еще в середину 19-го века (глава 3). Центральный Банк России теряет также от низкого престижа в глазах российского населения существующих правительственных институтов, которые при советской власти служили инструментом подавления большинства населения. Официальные лица Центрального Банка России - в прошлом функционеры КПСС, и деятельность центрального банка сегодня носит примерно тот же характер, что и в последние дни Советского правления. Сверхинфляция и другие недавние события в денежной системе усилили недоверие россиян к Центральному Банку России.

Недостаток доверия способствует высокой инфляции и высоким реальным процентным ставкам. Сейчас Россия испытывает сверхинфляцию, что характерно для денежных систем, где нет контроля над ценами и обменным курсом, или скрытую инфляцию с искусственно низкими реальными процентными ставками, что характерно для денежных систем с контролем над ценами или ограничениями на конвертируемость как в России. Например попытки Центрального Банка России стабилизировать рубль не вызывают доверия, цены быстро растут. Рабочие обосновывают свои требования повышения зарплаты ожиданием того, что центральный банк обесценит рубль. Государственные предприятия и министерства влезают в долги, потому что они ждут, что российский парламент и исполнительная ветвь российского правительства придут на помощь, принимая или проводя в жизнь законы, обязывающие центральный банк финансировать их дефицитные бюджеты. Такой образ действия дает толчок продолжению инфляции.

В системе типичного центрального банка, где нет контроля над ценами и ограничений на конвертируемость, высокие реальные процентные ставки будут сопровождать высокую инфляцию. Чтобы компенсировать инвесторам очевидный риск при пользовании валютой, склонной к обесцениванию, реальные процентные ставки для заемщиков, не имеющих доступа к субсидиям, обычно должны быть высокими. Высокие реальные процентные ставки душат экономическую активность из-за повышения стоимости займов. Однако сегодня в России реальные процентные ставки в рублях явно негативны даже для берущих в долг без доступа к субсидиям. В типичной системе центрального банка, где осуществляется контроль над ценами или обменным курсом, (например в России), центральный банк поддерживает внутренние реальные ставки искусственно низкими, не стимулируя сбережений и обусловливая дефицит кредитов при существующих контролируемых номинальных процентных ставках. В идеальном случае, при отсутствии ограничений на кредитном рынке, реальные процентные ставки должны быть позитивными, но при этом не должны быть высокими, чтобы стимулировать рост сбережений и не тормозить экономический рост.

В отличие от типичного центрального банка, типичный валютный фонд пользуется высоким доверием по причинам, изложенным в предыдущей главе. Типичный валютный фонд имеет низкую инфляцию, потому что резервная валюта имеет низкий уровень инфляции. Так как фиксированный

обменный курс по отношению к резервной валюте элиминирует риск обменного курса, типичный валютный фонд имеет процентные ставки примерно на уровне, преобладающем у резервной валюты, плюс добавка за политический риск (риск, связанный с тем, что права на частную собственность не будут обеспечены или правительство заберет частную собственность), за налоги и сборы со сделки. [23]

## ДОВЕРИЕ И ОБМЕННЫЕ КУРСЫ

Степень доверия к денежной системе оказывает влияние на тип устройства обменного курса, который выбран для нее. Не вызывающее доверия устройство обменного курса не является устойчивым, так как создает в экономике высокие издержки.

Существуют три основных типа устройства обменного курса. Повторяя тему, представленную в предыдущей главе, можно сказать, что искусственный обменный курс имеет постоянный курс по отношению к резервной валюте на протяжении определенного времени, но не дает достаточных гарантий, что останется таким на протяжении длительного периода времени. Искусственный обменный курс нельзя путать с фиксированным обменным курсом. [24]Фиксированный обменный курс держится все время или, если финансовые власти могут изменять его в крайних случаях, то они обязаны следовать четко определенным правилам, заранее известным общественности. Плавающий обменный курс не поддерживается постоянным по отношению ни к одной резервной валюте.[25]

Главное различие между фиксированным и искусственно поддерживаемым обменным курсом заключается в степени доверия к ним. Типичный центральный банк поддерживать действительно фиксированный курс не может из-за низкого доверия, которым он пользуется. Утверждение типичного центрального банка о том, что он поддерживает фиксированный обменный курс, не вызывает доверия, так как законы фиксированного обменного курса вступают в противоречие с финансовой политикой, приводящей к обесцениванию денег. Единственный промежуток времени, когда многие центральные банки поддерживали действительно фиксированные обменные курсы, был при "классическом" золотом стандарте (примерно с 1880 по 1914 год), во времена, когда центральные банки были еще в меньшинстве в ряду других денежных систем мира, и многие центральные банки скорее были частными, нежели находились во владении правительств (Conant,1969 [1927], Schuler 1922a: 21, 40-5). Этих условий, которые позволяли центральным банкам поддерживать фиксированные обменные курсы, больше не существует.

С 1914 года почти все центральные банки, включая очень хорошие центральные банки, которые утверждали, что поддерживают "фиксированные" обменные курсы, в действительности поддерживали искусственные обменные курсы. Почти все центральные банки обесценили свои валюты по отношению к золоту или серебру во время первой мировой войны, Великой Депрессии,

---

[23] Очень высокие реальные процентные ставки обычно вызваны риском, связанным с обменом, или политическим риском. Российский валютный фонд исключает риск, связанный с обменом на резервную валюту, но он не исключает политического риска. Реальные процентные ставки будут высокими, если российское правительство не обеспечит больше безопасности для прав на собственность (см. главу 7).

[24] Недавние публикации МВФ (IMF 1992a: 16, 1992d: 52-3) затемняют различие между валютным фондом и центральным банком, в частности, потому, что они ошибочно принимают фиксированный обменный курс, поддерживаемый типичным валютным фондом, за искусственный обменный курс, поддерживаемый многими центральными банками.

[25] Фиксированный, искусственный и плавающий обменные курсы легче всего различать, когда валюты полностью конвертируемы. Различия между ними в какой-то степени стираются, если валюты частично конвертируемы или неконвертируемы, так как контроль над валютным обменом зачастую больше влияет на настоящие рыночные курсы обмена валют, чем регулирование обменного курса. Валюта, которая имеет искусственно поддерживаемый обменный курс и контроль над капиталами, может вести себя как плавающая валюта на неограничиваемых рынках обмена валюты, таких, как отечественный неофициальный рынок.

второй мировой войны и разрушения системы Бреттона Вудса в начале 1970-х годов. Большинство центральных банков с искусственным обменным курсом также обесценили свои валюты, каждый в свое время (Yeager 1976: 295-610).

Целью искусственного обменного курса является сделать возможными жесткие бюджетные ограничения. Однако на практике искусственный курс - это обычно обесценивающий обменный курс, приводящий к девальвации или контролю над обменом на зарубежную валюту и приспособленный для нежестких бюджетных ограничений. Тенденции к обесцениванию создают извращенные последствия, о которых кратко упоминалось в предыдущем разделе. В качестве компенсации за явный риск обесценивания при искусственном обменном курсе, заимодавцы и инвесторы требуют более высокие реальные процентные ставки, чем те, которые существуют при действительно фиксированном обменном курсе (Walters 1990: 14-15). Для типичного центрального банка могут потребоваться годы для достижения существенного доверия к искусственному обменному курсу. В то же время высокие реальные процентные ставки для защиты искусственного обменного курса создают высокие издержки, которые особенно болезненны для отраслей промышленности, работающих на экспорт, где они конкурируют с зарубежными соперниками из стран с более надежными центральными банками.

Высокие реальные процентные ставки (или дефицит кредитов из-за искусственно низких процентных ставок) - это одно из извращенных последствий искусственных обменных курсов; другое последствие - это высокие реальные обменные курсы. Реальный обменный курс - это соотношение цен торговых (traded) товаров к неторговым (nontraded) товарам. Первые можно экспортировать и импортировать. Вторые - это такие товары как земля и труд, которые в силу разных причин нелегко перемостить из одной страны в другую. Существует несколько способов вычисления этого соотношения. Главное, чтобы они показывали, как обменные курсы систематически влияют на конкурентоспособность предприятий, работающих на экспорт. Высокие реальные обменные курсы указывают на то, что эти предприятия относительно неконкурентоспособны, в то время как низкие реальные обменные курсы означают, что они относительно конкурентоспособны.[26]

Высокие реальные обменные курсы в стране с искусственным обменным курсом могут быть следствием неожиданного увеличения иностранных инвестиций, что обсуждается в следующем разделе, или, что происходит чаще, - инфляции в стране. Типичный центральный банк поддерживает инфляцию искусственного обменного курса, что приводит к более быстрому увеличению денежной базы по сравнению с запасами иностранной валюты. Следовательно, уровень отечественных цен повышается. Импортные товары становятся менее дорогими, а экспорт уменьшается, так как экспортные товары стали более дорогими на мировом рынке. Центральный банк теряет запасы иностранной валюты, так как люди покупают больше импортных товаров, а валютные спекулянты делают ставку на то, что потери резервов иностранной валюты заставят центральный банк девальвировать валюту.[27] Чтобы избежать дальнейших потерь резервов иностранной валюты и оживить экспорт, центральный банк вводит контроль над обменом иностранной валюты; альтернативный вариант - центральный банк девальвирует валюту, вновь поддерживает ее обменный курс, достаточно обесцененный для того, чтобы какое-то время центральный банк мог бы без особой опасности продолжать вызывать инфляцию. Пониженный обменный курс оживляет экспорт, внезапно делая его недорогим, и бьет по импорту, неожиданно делая его дорогим, но инфляция продолжается и со временем обменный курс становится слишком высоким, что вызывает противоположные описанным процессы.

Для экономики с типичным центральным банком, поддерживающим искусственный обменный курс, этот курс, следовательно, то подавляет, то слишком сильно стимулирует экономическую активность. Отрасли, работающие на экспорт, часто испытывают влияние высоких реальных процентных ставок и высокой стоимости неторговых товаров (земля, трудовые ресурсы), которые они используют для производства торговых товаров. Вместо того, чтобы повышать производительность, и оставаться конкурентоспособными, предприятия, работающие на экспорт,

---

[26] Существует несколько определений реального обменного курса; см. Hutton (1992).

[27] Недавняя работа по спекулятивным атакам на валюты см. Krugman и Rotemberg (1992 [1991]).

выбирают более легкий путь - они начинают давить на центральный банк с целью девальвировать валюту. Такого рода политическое давление также исходит от правительственных министерств и государственных предприятий, которые хотят, чтобы бюджетные ограничения оставались нежесткими. Стимулы, которые стоят перед центральным банком, таковы, что он обычно скорее девальвирует валюту, чем будет поддерживать существующий обменный курс. Столкновение между долговременными целями и сиюминутными стимулами центрального банка - столь широко распространенное явление, что получило специальное название: "постоянство во времени" (или "непостоянство во времени", см. Kydland и Prescott 1977).

Европейская валютная система (ЕВС) - это пример проблемы постоянства во времени. ЕВС - это наиболее амбициозная попытка поддерживать искусственные обменные курсы со времени разрушения системы Бреттона Вудса, которая существовала с 1945 по 1973 год, но имела конвертируемость текущего счета только после 1958 года. В ЕВС центральный банк, являющийся ее членом, дает обещание поддерживать обменные курсы в узких рамках по отношению к какой-нибудь другой валюте. ЕВС начала действовать 13 марта 1979 года. К июню 1993 года она 17 раз проводила корректировку курсов, самый последний раз - в сентябре (дважды) и ноябре 1992 года, а также в январе и в мае 1993 года.[28] Корректировка в основном состояла в девальвации других валют по отношению к немецкой марке, самой сильной валюте в системе. Во время последних корректировок, которые прошли после сильных спекулятивных атак, итальянская лира и фунт стерлингов получили плавающие курсы, в действительности девальвирующие их, а испанская песета, португальский эскудо и ирландский фунт были девальвированы. Финская марка, шведская крона и норвежская крона, которые не входят в ЕВС, но находятся в ее "тени", были также девальвированы. Шведская крона была девальвирована даже несмотря на то, что Банк Швеции разом увеличил процентные ставки так, что это эквивалентно 500% годовых для того, чтобы защитить искусственно поддерживаемый курс (Norman 1992; Norman и Barber 1992). Западноевропейские центральные банки потеряли, согласно подсчетам, сумму в 6 миллиардов долларов только в сентябре 1992 года, поддерживая обменные курсы (Sesit 1992).

Даже такие центральные банки, которые можно признать лучшими чем средние центральные банки, такие, которые входят в ЕВС, испытывают трудности в поддержании "твердого" искусственного курса, который не подвержен постоянным обесцениванием. Это подтолкнуло некоторые центральные банки к тому, чтобы попытаться использовать "мягкий" искусственный курс.[29] "Мягкий" искусственный курс - это ограниченная ревальвация или девальвация валюты в соответствии с определенным планом. Например, центральный банк обещает не девальвировать валюту по отношению к доллару США более чем на 20% в год. С уменьшающим скорость "мягким" искусственным курсом девальвация уменьшается от года к году и, возможно, в конечном счете прекращается. Такой курс - это косвенное обещание центрального банка уменьшить рост денежной базы.

Возможный успех такого подхода по сравнению с твердым искусственным курсом связан с тем, что мягкий искусственный курс может меньше стоить экономике, так как он не стремится достичь доверия немедленно, вместо этого он может постепенно превратиться в твердый искусственный курс, когда центральному банку покажется, что он имеет достаточный уровень для того, чтобы поддерживать твердый искусственный курс без высоких реальных процентных ставок или осуществлять широкий контроль за обменом иностранной валюты.

Еще один момент, когда мягкий искусственный курс может стоить экономике меньше, чем твердый искусственный курс, состоит в том, что, если ожидания инфляции влияют на поведение людей и долгосрочные контракты, то мягкий искусственный курс снижает потери реального богатства, в отличие от внезапно введенного твердого курса.

Проблема мягкого искусственного курса состоит в том, что он скорее приближает, чем отдаляет введение твердого искусственного курса. Страны, которые попробовали мягкий искусственный

---

[28] О предыдущих двенадцати корректировках см.: Fratianni и von Hagen (1992: 22).

[29] О мягких искусственных курсах см.: Williamson 1981. МВФ и Мировой Банк предлагали искусственно поддерживаемый обменный курс в качестве возможного регулирования обмена в будущем для России, но они не делали различий между твердым искусственным и мягким искусственным курсами (Camdessuss 1992:342; World Bank 1992b: 30.)

курс, в основном имели более высокую инфляцию, чем другие страны в их регионах, которые поддерживали более твердый искусственный курс, прерываемый время от времени девальвациями (Connolly 1985). Мягкий искусственный курс не изменяет подчиненность или стимулы центрального банка, поэтому он ненамного более вызывает доверия, чем твердый искусственный курс. Вдобавок страны со сверхинфляцией, такие как Россия, обычно не имеют долгосрочных контрактов в отечественной валюте, так как она не подходит в качестве единицы расчетов, поэтому неожиданный конец инфляции не вызовет больших сдвигов в реальном богатстве.[30] Следовательно, мягкий искусственный курс не имеет для России заметных преимуществ даже по сравнению с твердым искусственным курсом.

Так как большинство центральных банков, включая многие очень хорошие центральные банки, не могут добиться доверия, достаточного для поддержания фиксированных искусственных курсов, многие экономисты предлагают для них плавающие курсы. Преимущества плавающего обменного курса по сравнению с искусственным состоит в том, что для плавающего курса не нужно доверия, так как центральный банк не дает обещаний относительно обменного курса. Центральному банку не нужно беспокоиться, что отсутствие доверия станет причиной потери резерва иностранной валюты, поддерживающей обменный курс, так как центральному банку вообще не нужно его поддерживать.

Другое преимущество плавающего обменного курса состоит в том, что, теоретически, может быть достигнута полная конвертируемость. Здесь не нужно бояться, что полная конвертируемость приведет к перверсным последствиям, что может случиться при искусственном обменном курсе. Однако на практике большинство стран с плавающим обменным курсом устанавливает контроль над обменом иностранной валюты (IMF 1992e: 570-5).

Плавающий обменный курс может быть "чистым" или "грязным". При "чистом" центральный банк не пытается постоянно влиять на обменный курс. При "чистом" курсе центральный банк может вообще не держать резервов иностранной валюты. Резервный Банк Новой Зеландии, который придерживается чистого плавающего курса с 1985 года (Moore 1992: 111-12), очевидно является единственным центральным банком, который применяет такой курс длительное время). Центральный банк, оперирующий плавающим курсом, обычно применяет "грязный" курс, при котором банк пытается постоянно влиять на обменный курс, покупая или продавая иностранную валюту. "Грязный" плавающий курс может быть получен, если центральные банки вмешиваются с целью получения прибыли, таким образом они выступают как биржевики, стабилизирующие рынок обмена иностранной валюты. Однако, если они этого не делают, они могут потерять огромные суммы денег, пытаясь противодействовать девальвации. Центральный Банк России, например, потерял 650 миллионов с января по сентябрь 1992 года (Hays 1992b). Его потери должны рассматриваться как долгосрочная модель, характерная для части центральных банков (Taylor 1982).

Даже "чистый" плавающий обменный курс имеет недостатки, которые описаны более подробно в главе 8. Главный недостаток - это то, что он не противостоит политическому давлению в сторону инфляции со стороны групп интересов и честолюбивых политиков, которые предпочитают нежесткие бюджетные ограничения и сиюминутные расчеты. С начала 1980-х годов некоторые центральные банки в развивающихся странах успешно сочетали плавающие обменные курсы с низким уровнем инфляции, низкими реальными процентными ставками и полной конвертируемостью, но практически ни одному из них не удавалось делать это на протяжении долгого времени (Collier и Joshi 1989: 103). "Грязный" контролируемый плавающий курс рубля, поддерживаемый сейчас Центральным Банком России, соответствует модели, при которой сверхинфляция сочетается с большими ограничениями в области конвертируемости.

Еще один недостаток плавающего обменного курса состоит в том, что реальные процентные ставки могут быть высокими, как и при искусственном обменном курсе, если существуют признаки высокой инфляции. Типичный центральный банк, поддерживающий плавающий обменный курс, может столкнуться с такими же трудностями, как и типичный центральный банк, поддерживающий

---

[30] О возможности уменьшить издержки перехода к низкому уровню инфляции с помощью параллельной валюты см. главу 5. Экономические издержки внезапно введениях жестких бюджетных ограничений в России - возможно гораздо менее существенное препятствие по сравнению с возможными политическими издержками.

искусственный обменный курс. Низкий уровень инфляции - это искусственно поддерживаемый уровень цен, схожий с искусственно поддерживаемым обменным курсом. Хотя центральный банк не нуждается в доверии для того, чтобы оперировать плавающим и обменным курсом, ему все же необходимо доверие для того, чтобы совместить низкую инфляцию с низкими реальными процентными ставками. Если доверие к нему низкое, реальные процентные ставки будут высокими, хотя и не такими высокими как при искусственном обменном курсе, который пользуется низким доверием. (Причиной, почему реальные процентные ставки могут быть ниже при плавающем обменном курсе, является спекулятивное давление на центральный банк, которое может быть меньше при плавающем обменном курсе, чем при искусственном обменном курсе, потому что центральный банк не имеет обязательств по поддержанию определенного обменного курса. При плавающем обменном курсе спекулянты больше внимания уделяют действиям друг против друга и меньше - спекуляциям против центрального банка, чего нельзя сказать об искусственном обменном курсе.)

Еще один недостаток плавающего обменного курса состоит в том, что он требует от центрального банка иметь и другие задачи, помимо поддержания номинального обменного курса. Однако другие задачи имеют такие проблемы, как их определение, контроль за исполнением и их достижимость. Предположим, центральный банк решил следить за денежным снабжением. Он должен определить, что именно в снабжении деньгами он желает контролировать, - денежную базу или же более широкий круг, который включает компоненты, находящиеся за пределами его прямого контроля, такие как депозиты в коммерческих банках. Он должен пытаться контролировать выбранный круг, ставить цели и достигать их, пересматривать их в зависимости от увеличения или уменьшения экономической активности, от изменений в банковской технологии и привычек людей в отношении помещения денег, что может непредсказуемым образом изменять денежное снабжение. Центральный банк также должен постоянно вновь оценивать, подходяще ли выбрана цель, или может быть другая будет более подходить для поощрения экономического роста и стабильности цен. Проблемы определения и достижения нужных целей стали причиной отказа большинства западных центральных банков от строгого соблюдения целей в денежном снабжении после экспериментирования с этими целями в 1980-х годах. Однако и уровень цен, процентные ставки, индексы реального роста и номинального дохода также в качестве целей связаны с рядом проблем (см. Lindsey и Wallich 1987).[31] Обменный курс - самая легкая цель в отношении ее определения, контроля и оценки.

Так как типичный валютный фонд имеет высокое доверие, он может поддерживать действительно фиксированный обменный курс. Фиксированный обменный курс, поддерживаемый валютным фондом, избегает недостатков искусственно поддерживаемого или плавающего обменного курса, поддерживаемого типичным центральным банком. Типичный валютный фонд никогда не испытывает беспокойства по поводу того, что его резервы иностранной валюты неадекватны, потому что они равны 100% или немногим больше его банкнот и монет, находящихся в обращении. Поскольку обменный курс фиксирован, заимодавцы и вкладчики обычно не требуют высоких реальных процентных ставок в качестве компенсации за явный риск обесценивания по

---

[31] Очень хороший центральный банк способен сдерживать инфляцию на относительно низком уровне следя за уровнем цен, размером денежного снабжения или преследуя еще какую-то цель (см., например, Jonung 1979). Однако для типичного центрального банка такие цены создают политическое давление в сторону нежестких бюджетных ограничений, так как стандарты для оценки их успеха менее "прозрачны", чем для обменного курса. Даже некоторые, в прошлом очень хорошие центральные банки, такие, как Банк Швеции, сейчас испытывают трудности со сдерживанием инфляции.

Milton Friedman (1984: 46-53) предлагал способ решения проблемы выбора цели: заморозить денежную базу, отменить центральный банк и разрешить банкам выпускать валюту соревновательно как туристские чеки. В отличие от системы валютного фонда предложение Фридмана не так широко проверено исторической практикой. Такие схемы, однако, несколько раз использовались. После гражданской войны в США американское правительство заморозило снабжение выпускаемых правительством "гринбеков" в качестве прелюдии к возвращению к золотому стандарту. Правительство регулировало, но не заморозило снабжение банкнотами, выпускавшимися соревновательно коммерческими банками, и конвертируемыми в "гринбеки" (Friedman и Schwartz 1963: 46-9).

отношению к резервной валюте. Хорошо выбранная резервная валюта будет стабильной, вызывающей доверие и полностью конвертируемой (в главе 5 рассматривается, как выбрать резервную валюту). Система типичного валютного фонда, следовательно, не имеет высоких реальных процентных ставок, которые существуют в системе типичного центрального банка с искусственно поддерживаемым курсом и даже в некоторых системах центрального банка с плавающими обменными курсами.

## КОНВЕРТИРУЕМОСТЬ И КОНТРОЛЬ НАД ОБМЕНОМ ИНОСТРАННОЙ ВАПЮТЫ

Полезность валюты как средства обмена зависит от ее конвертируемости. Конвертируемость означает, что данная валюта позволяет покупать отечественные и иностранные товары и услуги, включая иностранные валюты. Централизованная плановая экономика может функционировать с неконвертируемой валютой, потому что, по крайней мере в теории, централизованное планирование в большей степени способно координировать экономическую активность, нежели децентрализованный обмен с помощью денег, который делает рыночную экономику более эффективной по сравнению с централизованной плановой экономикой.[32]

Конвертируемость имеет три ступени, соответствующие тому, насколько правительство позволяет валюте выполнять функцию средства обмена. Низший тип конвертируемости - конвертируемость в наличность - возможность обменять доллар или рубль банковского депозита на доллар или рубль в банкнотах и монетах по требованию. Конвертируемость в наличность настолько гарантирована в странах с рыночной экономикой, что о ней редко говорят, кроме случаев наплыва в банк требований о возвращении вкладов. Тем не менее, такой конвертируемости не существует в России для депозитов предприятий в коммерческих банках, по причинам, объясняемым в следующей главе.

Второй тип конвертируемости - это конвертируемость в товар - возможность покупать отечественные товары и услуги. Это настолько гарантировано в странах с рыночной экономикой, что также весьма редко обсуждается. В странах с товарной конвертируемостью все, что обычно требуется для покупки отечественных товаров и услуг, - это наличность или кредит, уплаченный местному продавцу;

торговля в пределах страны мало ограничивается по сравнению со странами с централизованной плановой экономикой. Обмен товарами и услугами происходит гораздо более широко, быстро и эффективно там, где существует товарная конвертируемость, чем там, где ее нет. Россия начала двигаться к полной товарной конвертируемости рубля, но еще не достигла ее, так как энергия и некоторые другие важные товары еще в основном распределяются по квотам, а не продаются.

Третий тип конвертируемости - конвертируемость в иностранные валюты. Это возможность покупать зарубежные товары и услуги, в том числе и иностранные валюты. В тех случаях, когда не существует никаких ограничений при покупке иностранных товаров и услуг, включая иностранные валюты, по рыночным курсам обмена, говорят, что валюта имеет полную конвертируемость в иностранные валюты. Валюта, у которой имеются в наличии все три типа конвертируемости, имеет полную конвертируемость. Конвертируемость в иностранные валюты почти всегда предполагает конвертируемость в наличность и в товары, поэтому далее упоминания о полной конвертируемости будут синонимичны неограниченной конвертируемости в иностранные валюты. Валюты большинства развитых стран являются полностью конвертируемыми, но валюты большинства развивающихся стран - это либо частично конвертируемые, либо неконвертируемые валюты. Например, венгерский форинт и польский злотый конвертируемы для большинства покупок с текущего счета, при которых жители этих стран используют отечественную валюту для покупки импортных товаров, но неконвертируемы при многих покупках со счетов основного капитала, когда местные жители используют отечественную валюту, чтобы купить иностранные финансовые средства, такие, как иностранные валюты и ценные бумаги, и определенные

[32] О причинах преимущества децентрализованного обмена при существовании твердой валюты см. Hayek (1975 [1935]), Lavoie (1985) и Mises (1981 [1932]).

нефинансовые средства, - такие, как недвижимость.[33] Ограничения на сделки со счетом основного капитала называются контролем над капиталом. В настоящее время рубль не конвертируем как в сделках с текущим счетом, так и со счетом капитала.

Конвертируемость текущих счетов открывает отечественных производителей иностранной конкуренции, если торговые квоты и тарифы низки. Венгрия, Польша и другие страны с возникающей рыночной экономикой, которые ввели частичную конвертируемость текущих счетов, обнаружили, что это уменьшило власть над рынком государственных предприятий, унаследованной от централизованной плановой экономики. Конвертируемость текущих счетов экономику структуру цен, которые преобладают на мировом рынке. Мировые цены являются сигналами, которые помогают людям определить, в каких сферах производства специализироваться. Специализируясь на производстве товаров, которые они производят наиболее эффективно, они затем обменивают их на другие товары, что в целом увеличивает размеры богатства.

Конвертируемость текущих счетов помогает и в торговле с другими странами, но она недостаточна для привлечения значительных иностранных инвестиций; для этого необходима конвертируемость основного капитала. Если иностранцы не могут репатриировать часть прибыли, они обычно неохотно делают крупные инвестиции.

Существует не вызывающая ничьих возражений точка зрения на то, что конвертируемость наличности и товарная конвертируемость нужна России немедленно. (В главе 7 предлагаются пути достижения как конвертируемости наличности, так и товарной конвертируемости в отношении цен на энергию). Однако многие экономисты советовали России отложить введение полной конвертируемости в иностранные валюты (Brada и др. 1990: 117-20; Greene и Isard 1991: 12-13, 16; McKinnon 1991: 156; Williamson 1991b: 379). Один из аргументов против немедленного введения полной конвертируемости состоит в том, что это усилит бегство капитала, то есть отечественные инвестиции будут в большом количестве покидать Россию. Еще один аргумент, противоположный первому, состоит в том, что немедленный переход к полной конвертируемости вызовет чрезмерные иностранные инвестиции в Россию и этим сделает российские экспортные товары неконкурентоспособными. Иностранные инвестиции повышают цены на землю, трудовые ресурсы и прочие товары этого типа. Следовательно, цены на экспортные товары возрастут из-за того, что они частично сделаны из товаров упомянутого типа. Значительное внезапное повышение реального обменного курса может привести к неконкурентоспособности экспорта, вызывая депрессию (как доказывал Рональд Маккиннон в книге Hanke и Walters 1991c: 187-9). Третий аргумент против немедленной полной конвертируемости связан с тем, что в этом случае возникнут проблемы морального порядка. Чили, Аргентина и Уругвай испытали банковские кризисы в 1980-х годах после того, как они отменили ограничения на конвертируемость. Многие компании и банки брали большие займы за границей. Их задолженности оплачивались в иностранной валюте, но их доход был в основном в местной валюте. Когда повысились обменные курсы, политическое давление со стороны предприятий, работающих на экспорт, и экономическое давление со стороны спекулянтов валютой заставили центральные банки этих стран провести девальвацию. Девальвация резко увеличила бремя выплат по долгам для компаний и коммерческих банков, которые брали займы в иностранной валюте, и многие из них обанкротились. Их правительства или центральные банки спасали их и брали на себя обязательства по выплате их долгов.

Эти возражения против полной конвертируемости, а также низкая вероятность того, что центральные банки большинства бывших советских республик скоро выпустят полностью конвертируемые валюты, привели некоторых экономистов к предложению, заключающемуся в том, чтобы бывшие советские республики создали клиринговый или платежный союз (Brabant 1991a, b; Williamson 1992: 29-30). Предложения предусматривают, что рубль и валюты других республик продолжали бы быть частично неконвертируемыми, даже в сделках с текущими счетами, по крайней мере еще несколько лет. При клиринговом союзе центральные банки аккумулируют кредиты друг друга для торговли, которую ведут жители их стран, и периодически составляют балансы, обычно в полностью конвертируемой (твердой) валюте или золоте. Клиринговый союз

[33] Венгрия и Польша ограничивают некоторые сделки с текущими счетами (IMF 1992g: 210-15, 395-400). Более подробно о различных типах конвертируемости иностранной валюты см. Greene и Isard (1991: 2-3).

сокращает количество иностранной валюты, необходимой центральному банку, потому что он составляет баланс вместе с другими членами союза, вместо того, чтобы составлять отдельно много двусторонних балансов. Платежный союз похож на клиринговый, за исключением того, что некоторые центральные банки, являющиеся его членами, могут иметь балансовый дефицит на протяжении нескольких клиринговых периодов, вместо того, чтобы иметь полностью урегулированные сальдо в иностранной валюте или золоте в конце каждого периода. Чтобы не поощрять членов платежного союза к постоянно возникающим дефицитам, последние должны выплачиваться в определенное время с процентами.

Клиринговый или платежный союз имел исторические прецеденты. Наиболее примечательный из них - Европейский платежный союз, который действовал в Западной Европе с 1950 по 1958 год. Сторонники платежного союза утверждали, что резервы, необходимые для основания платежного союза между бывшими советскими республиками, могут составлять всего 1,3 миллиарда долларов США (Havrylyshyn и Williamson 1991: 58).

Аргументу против полной конвертируемости, возможно и весомые для системы типичного центрального банка, неприменимы по отношению к типичному валютному фонду. Немедленная полная конвертируемость в системе типичного валютного фонда вызывает доверие, поэтому поощряет скорее чистый приток, нежели отток капитала. Хотя иностранные инвестиции повышают цены на труд, землю и другие подобные товару, однако если инвестиции используются продуктивно, новые более высокие цены отражают возросшую продуктивность этого типа товаров (Schmieding 1992: 196). Опыт системы валютного фонда показал, что иностранные инвестиции не приводят к сильным и внезапным повышениям реального обменного курса, делающих экспорт неконкурентоспособным и приводящих к депрессии. Передвижения капитала между странами, равно как и межрегиональные передвижения капитала, стремятся к самокоррекции, в случае если слишком активно используются арбитражные операции. Немедленное введение полной конвертируемости не создает проблем морального порядка при системе типичного валютного фонда, так как типичный валютный фонд не является последним кредитором в критической ситуации. Неудачный опыт Чили, Аргентины и Уругвая с полной или почти полной конвертируемостью иллюстрирует проблемы морального плана, появляющиеся тогда, когда центральный банк является последним кредитором для коммерческих банков, а также частных и государственных предприятий (Corbo и др. 1986: 620-30).

Поскольку аргументы против немедленной полной конвертируемости не применимы в отношении системы типичного валютного фонда, клиринговый или платежный союз для России и других бывших советских республик представляется менее удачным планом, нежели создание в них валютных фондов. Клиринговый или платежный союз может стать слишком громоздким, чтобы действовать. Он будет требовать продолжения ограничений в торговле и мешать российской экономике стать открытой мировому рынку. Он будет менее полезен, чем Европейский Платежный Союз, потому что в будущем бывшие советские республики вероятно уменьшат объем торговли друг с другом и увеличат торговлю с остальным миром. Остальной же мир не будет принадлежать к этому клиринговому или платежному союзу и будет требовать платежи в полностью конвертируемой валюте, золоте или в форме бартера (Kenen 1991, Pollak 1991). Более того, кажется трудным изобрести форму управления для клирингового или платежного союза в бывшем Советском Союзе, потому что Россия больше, чем остальные бывшие союзные республики вместе взятые. Она имеет оправданное намерение доминировать в клиринговом или платежном союзе, в то время как другие республики по понятным причинам опасаются доминирования России.

Создание твердых, полностью конвертируемых валют с помощью валютных фондов приведет к сохранению той части межреспубликанской торговли, которая остается полезной для формирующейся рыночной экономики бывших советских республик, и облегчит торговлю с остальным миром (сравним: Michalopoulos и Tarr 1992: 15).

Исторический опыт валютных фондов подтверждает, что проблемы с полной конвертируемостью в системе типичного центрального банка вызваны скорее центральным банком, чем полной конвертируемостью. Северо-Российский валютный фонд поддерживал полную конвертируемость со дня своего открытия, несмотря на то, что в России в разгаре была гражданская война (см. главу 9). Валютные фонды Гонконга, Малайи и Филиппин возобновили конвертацию в свои резервные валюты вскоре после окончания японской оккупации во время второй мировой войны (King 1957: 23, 109). Не произошло никакого бегства капитала из местных валют в резервные валюты; вместо этого конвертируемость способствовала иностранным

инвестициям. Послевоенный опыт Гонконга, наиболее примечательного валютного фонда, существующего и сейчас, показал, что крупный и неограниченный рост иностранных инвестиций не вредит предприятиям, работающим на экспорт, скорее он снабжает их инструментами, необходимыми для роста (Schuler 1992b: 159-61).

Опыт этих систем валютных фондов и их отличие от опыта типичных систем центрального банка являются частью модели. "Годовой отчет о договорах по валютному обмену и ограничениях на валютный обмен", публикуемый МВФ с 1950 года, приводит ограничения на конвертируемость, существующие в странах - членах МВФ и в некоторых их колониях. Большинство из упоминаемых там центральных банков никогда не имели полной конвертируемости. В 1991 году только 34 из упоминавшихся в отчете МВФ 158 стран с центральными банками имели полную конвертируемость. Из них 18 относятся к 24 развитым странам, присутствующим в отчете МВФ. Только 16 из 124 развивающихся стран, упоминавшихся в данном отчете, имели полную конвертируемость (IMF 1992e: 570-5).[34] Напротив, пять из шести стран с системами валютных фондов, существующих в настоящее время, имели полную конвертируемость. Одна из них - Гонконг - присутствует в отчете МВФ. Из остальных - на Бермудах, в Гибралтаре, на Каймановых, Фолклендских и Фарерских островах - только модифицированный, нетипичный валютный фонд на Бермудах имеет контроль над обменом иностранных валют. На Бермудах ограничен обмен сумм, которые жители могут переводить за границу ежегодно. Это, кажется, единственная система валютного фонда, которая имеет какие-то ограничения при конвертируемости в свою резервную валюту.[35]

## СИСТЕМА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА И ФИНАНСОВЫЙ ДЕФИЦИТ

Отсутствие стабильности и доверия, ограничения в конвертируемости валюты, выпускаемой типичным центральным банком, - это результат его полчинности в вопросе финансирования бюджетных дефицитов правительства. В последние годы бюджетные дефициты правительства стали обычным явлением как в развитых, так и в развивающихся странах. В 1990 году 44 из 57 развитых стран и 15 из 22 развивающихся стран, фигурирующих в отчетах Мирового Банка по бюджетам, имели правительственные бюджетные дефициты (World Bank 1992a: 238-9). (Страны с валютными фондами составляли исключение: в их правительственных бюджетах обычно доходы превосходили расходы).

Большинство развитых стран имеют полностью конвертируемые валюты и хорошо развитые финансовые рынки, поэтому их правительства могут финансировать бюджетные дефициты, делая долги, которые добровольно берут на себя финансовые рынки. Например, бюджетный дефицит правительства Италии многие годы составлял 10% от ВВП. Бюджетный дефицит правительства Италии примерно в 2,5 раза превышает долю от ВВП федерального правительственного бюджетного дефицита Соединенных Штатов, и составляет наибольшую долю от ВВП по

---

[34] Бельгия и Люксембург включены здесь отдельно, хотя их денежные объеденены, в то время как статистика МВФ не включает некоторые страны, - например, Швейцарию, валюта которой полностью конвертируема и бывшие советские республики, которые (за исключением Эстонии) имеют неконвертируемые валюты.
Даже некоторые неразвитые страны, которые в соответствии с критериями МВФ имеют полную конвертируемость, устанавливают строгий контроль за капиталом. Немецким страховым компаниям, например, запрещено покупать активы не в немецких марках (Walters 1990: 86).

[35] Жителям Бермуд разрешено конвертировать 25 000 бермудских долларов на человека в год для инвестирования за рубежом, а также 3000 бермудских долларов на человека для путешествий без специального разрешения. Неясно, какой цели служит контроль над капиталом, так как денежно-кредитное учреждение Бермуд держит резервы в долларах США, равные примерно 115% денежной базы.

Британские колониальные валютные фонды, которые использовали в качестве резервной валюты фунт стерлингов, имели полную конвертируемость в фунт, но с 1939 по 1979 годы британское правительство ограничивало конвертируемость основных капиталов в фунтах в третьи валюты, в частности, в доллар США. Британское правительство разрешило полностью свободный рынок обмена фунтов на доллары и обратно в Гонконге.

сравнению со всеми странами, исключая несколько развивающихся, однако Италия имеет гораздо более низкий уровень инфляции, чем большинство развивающихся стран (см.: World Bank 1992a: 218-19, 238-9). Финансовые рынки тем не менее были охотно готовы держать возрастающий объем долговых обязательств правительства Италии, подлежащих оплате в лирах.[36] Банк Италии избавлен от необходимости создания высокой инфляции для финансирования бюджетного дефицита правительства, поэтому он имеет свободу маневра в проведении денежной политики.

Россия не похожа на Италию. Рынок для погашения долговых обязательств российского правительства мал. Система коммерческих банков в России, как и во многих других развивающихся странах, является придатком правительственной финансовой системы. Чтобы получить дешевые фонды, коммерческие банки предлагают негативные реальные процентные ставки. Негативные реальные процентные ставки по рублевым вкладам заставляют россиян отказываться от рубля как средства сохранения стоимости и использовать в этом качестве иностранную валюту и товары.

Из-за неразвитости финансовых рынков в России и других развивающихся странах, их способность поглощать долг правительства, даже если их заставляют это делать, мала. Инфляция остается, таким образом, основным способом финансирования бюджетных дефицитов правительства. Центральный Банк России и другие центральные банки в развивающихся странах почти не имеют возможности гибко проводить свою собственную денежную политику, так как должны создавать инфляцию, достаточную для финансирования бюджетного дефицита. В России 94% от всех кредитов, выданных центральным банком с января по середину сентября 1992 года, были даны по указанию российского парламента или исполнительной ветви правительства (FBIS 1992e). Большая часть кредитов ушла на финансирование дефицитов правительства и государственных предприятий. Средняя процентная ставка Центрального Банка России на займы российскому правительству была 8% (FBIS 1993f).[37] Подчиненность центрального банка и банковской системы правительственным финансовым органам сохраняет отсталость российской финансовой системы, чрезмерно регулирует ("подавляет") ее и делает неспособной эффективно мобилизовать вклады для поощрения экономического роста (Fry 1988: 13-16).

Основной аргумент, который выдвигают экономисты, отдающие предпочтение центральному банку по сравнению с валютным фондом в России и других странах, состоит в том, что центральный банк более гибок. Теоретически преимущества в гибкости центрального банка сомнительны, что будет показано в этой же главе ниже. Но даже если теоретические положения о гибкости центрального банка России верны, типичный центральный банк в развивающейся стране имеет мало гибкости, так как подчинен финансированию правительственного дефицита.

Типичный валютный фонд не может финансировать расходы своего правительства или отечественных государственных предприятий, так как он не может давать им в долг. Он не может финансировать бюджетные дефициты своего правительства, и этим избавляет денежную систему от подчиненности дефицитному финансированию.

## ПОЛИТИЧЕСКАЯ НЕЗАВИСИМОСТЬ: НЕДОСТИЖИМАЯ ЦЕЛЬ

Чтобы позволить Центральному Банку России и другим центральным банкам сопротивляться политическому давлению в сторону финансирования бюджетных дефицитов правительства, МВФ и многие экономисты предлагали, чтобы они были политически независимыми (Bofinger 1992:128; Camdessus 1992:342; Sachs и Lipton 1992: 46-7). Политическая независимость для центрального банка означает, что его управляющие, однажды назначенные, единолично контролируют денежную базу и не могут быть уволены исполнительными или законодательными ветвями власти во время фиксированного срока пребывания в должности. Обычно это также означает, что центральный банк сам финансирует себя за счет сеньоража и не зависит от законодательной или

[36] Недавние события в Италии, особенно введение плавающего курса лиры 17 сентября 1992 года, что в действительности означало ее девальвацию по отношению к немецкой марке, показали, что итальянское правительство, возможно, подошло к той границе, после которой рынок не захочет держать больше долговые обязательства итальянского правительства.

[37] Похожие примеры в Польше и Израиле см.: OECD (1992: 150) и Plessner (1988: 76-8).

исполнительной власти в отношении фондов. Для развитых стран характерно то, что чем более политически независим центральный банк, тем ниже уровень инфляции (Alesina 1989).

Центральный Банк России сейчас не является политически независимым, Россия вообще никогда не имела политически независимого центрального банка. Но представим, что Центральный Банк России стал политически независимым. Очевидно, предположение, что он не будет хорошо защищен от политического давления даже в этом случае, имеет под собой основания. Полностью защитить центральный банк от политического давления было невозможно даже в развитых странах с глубокими традициями демократически избранных органов власти и разделения властей.[38] Развивающиеся страны, такие, как Россия, все еще на пути к достижению полностью представительных органов власти и не имеют глубоких традиций в разделении властей, что делает задачу еще более трудноразрешимой.

Кроме того, политическая независимость центральных банков в развивающихся странах не всегда ведет к более низкому уровню инфляции (Cukierman и др. 1992: 369-76).

Типичный валютный фонд, напротив, может быть защищен от политического давления, как показывает пример валютных фондов в прошлом. В главе 6 предлагаются меры безопасности для обеспечения максимальной защиты от политического давления для валютного фонда в России.

## НЕАДЕКВАТНЫЙ ПЕРСОНАЛ

Помимо трудности защиты Центрального Банка России от политического давления, существует также проблема поиска достаточно квалифицированного персонала для центрального банка. В России есть много людей, знающих систему центрального банка в централизованной плановой экономике, но мало тех, кто разбирается в системе центрального банка в условиях рождающейся рыночной экономики. Хотя персонал МВФ и западных центральных банков обучал технике операций центрального банка в условиях рыночной экономики персонал Центрального Банка России (Norman 1991; IMF 1992d: 114), сомнительно, что последний смог бы проводить надлежащую денежную политику даже в том случае, если будет защищен от политического давления.

Для типичного валютного фонда нужен малочисленный персонал. Даже учитывая то, что Россия - огромная страна, для валютного фонда России возможно будет достаточно всего лишь несколько десятков служащих по сравнению с более чем 45.000 служащих в Центральном Банке России.[39] Задачи, возложенные на персонал валютного фонда, просты и не требуют такого мастерства, какое требуется для решения своих задач от персонала центрального банка.

## ГИБКОСТЬ: ПРОБЛЕМА ДАЖЕ В ТЕОРИИ

В этой главе делается упор на практические проблемы, встающие перед Центральным Банком России и другими типичными центральными банками. В ней содержатся также веские теоретические аргументы против самостоятельной денежной политики, а, следовательно, и против типичного центрального банка. Их суть заключается в том, что даже если центральный банк демонстрирует гибкость, действуя в соответствии со своими лучшими намерениями, а не подчиняясь политическому давлению, он все равно обычно дестабилизирует экономику.

Теоретические аргументы против самостоятельной денежной политики исходят из трех источников. "Монетаристская" школа экономической мысли подчеркивает, что длительные и различные по времени задержки могут сделать самостоятельную денежную политику непредсказуемой, если центральный банк более или менее точно не знает, например, как долго будут продолжаться изменения в денежной базе, влияющие на цены. Он может скорее дестабилизировать, чем способствовать стабилизации экономики, если будет пытаться воздействовать на экономическую активность. Следовательно, есть основания думать, что самостоятельная политика, как правило, даст худшие результаты, нежели связанная правилами политика, хотя в отдельных случаях самостоятельная политика может быть успешной и принести

[38] Новозеландский эксперимент с весьма независимым с 1989 года центральным банком продолжается еще недостаточно долго, чтобы говорить об окончательном его успехе.

[39] Немецкий Бундесбанк имеет более 18.000 служащих (Whitney 1992).

больший успех, чем связанная правилами политика (Friedman 1948, 1960; Laidler 1982: 25-344, 153-63, 187-92; Meltzer 1992).

Экономическая школа "рациональных ожиданий" подчеркивает, что какую бы систематизированную самостоятельную политику не проводил центральный банк, люди могут ее предвидеть и реагировать на нее. Действительно, многие люди, такие, как банкиры и торговцы, получают прибыли, правильно предвидев политику центрального банка. Их действия создают проблемы для центрального банка, так как эффективность его политики в значительной степени зависит от ее неожиданности. Если люди правильно предугадали, что центральный банк будет создавать более высокую инфляцию, они соответственно повышают цены и процентные ставки, и инфляция не оказывает временного стимулирующего влияния на экономику. Школа "рациональных ожиданий" утверждает, что пока центральный банк ведет систематизированную политику, люди предугадывают ее, даже если центральный банк пытается ее скрыть. Единственный тип политики центрального банка, который достаточно эффективен, - это неожиданные сюрпризы. Но обычно такая политика дестабилизирует экономику, так как создает нежелательную атмосферу неопределенности. Финансовым делам больше всего подходит политика, дающая возможность людям предвидеть и реагировать на действия центрального банка. Самостоятельная денежная политика может легко привести к более высокой инфляции и более низкому экономическому росту, по сравнению со связанной правилами политикой (Barro и Gordon 1983; Kydland и Prescott 1977; Persson и Tabellini 1990:19-33).

Критика самостоятельной денежной политики со стороны "австрийской" школы экономической мысли состояла в утверждении, что такая политика является формой централизованного планирования. Система центрального банка испытывает такие же трудности, как, скажем, централизованное планирование сельскохозяйственного производства.[40] Центральное планирование подавляет сигналы о ценах и объемах, которые передают информацию людям, способным их правильно интерпретировать. В денежной системе одни из самых важных сигналов - изменения в резервах. Изменения в балансе платежей или в количестве банкнот и монет на руках приводят к изменениям в резервах и, через них, в денежном снабжении, процентных ставках и доходе (см. главу 4 и Приложение Б). Самостоятельная денежная политика, дабы соответствовать своему названию, должна стараться бороться с рынком, когда он стремится к новому набору рыночно-чистых (сбалансированных) цен. Но, делая это, банк обычно делает установленное равновесие более продолжительным и дорогостоящим. В силу счастливой случайности Самостоятельная денежная политика может оказать благоприятный эффект. Однако, как правило, самостоятельная денежная политика вредна, так как центральный банк не имеет возможности знать заранее, или зачастую даже по прошлому опыту, что в проводимой политике полезно, а что вредно (Selgin 1988b: 85-125).

Монетаристская и австрийская школы подчеркивают такие черты центрального банка, как незнание, в то время как школа рациональных ожиданий подчеркивает неспособность банка заставать врасплох людей с помощью проведения систематизированной политики. Хотя ни одна из трех школ даже не упоминает валютный фонд в качестве органа денежной политики, аргументы всех трех школ оказывают поддержку идее валютного фонда, так как валютные фонды связаны правилами и не могут действовать по своему усмотрению в денежной политике.

Сторонники самостоятельной денежной политики полагают, что правительствам нежелательно отказываться от нее как возможного инструмента реального урегулирования в национальной экономике, В качестве примера пользы, которую может принести самостоятельная денежная политика, они указывают на случаи, когда номинальные зарплаты слишком высоки, чтобы существовала полная занятость, однако стабильны, поэтому люди, которые хотят работать, не могут найти работу. Центральный банк, по их утверждению, может повысить число рабочих мест

---

[40] "Коммунистический манифест" объявляет, что одним из шагов к достижению коммунизма является "централизация кредита в руках государства с помощью национального банка с государственным капиталом и исключительной монополией" (Marx и Engels 1948 [1848]: 30). Маркс и Энгельс имели в виду систему, в которой единый банк выполняет функции центрального и коммерческих банков, в отличие от современной западной системы с центральным банком и конкурирующими коммерческими банками. Однако, пытаясь установить контроль над коммерческими банками, центральный банк частично достигает цели, к которой стремились Маркс и Энгельс.

за счет создания инфляции. Инфляция может сократить реальные зарплаты и обесценить отечественную валюту по отношению к иностранной, вызывая временное увеличение экспорта.

Когда рассматривается весомость этих примеров, можно спросить, почему номинальные зарплаты стабильны. Причина состоит обычно в том, что люди ожидают, что центральный банк будет создавать инфляцию, и что законы дают рабочим, которые уже имеют работу, специальные привилегии, защищающие их от конкуренции со стороны безработных. Если бы центральный банк и особые привилегии для работников - членов профсоюзов были бы отменены, существовало бы больше предпосылок для того, чтобы номинальные зарплаты стали гибкими. Система центрального банка в этом примере является скорее проблемой, чем решением. Номинальные зарплаты были гибкими в Гонконге и в других странах с системами валютного фонда, даже несмотря на то, что системы валютного фонда редко нуждаются в гибкости, так как сильный экономический рост достигается в основном за счет поднятия реальных и номинальных зарплат.

Валютный фонд не может проводить самостоятельную денежную политику, поэтому он негибок. Но это отнюдь не является недостатком, негибкость валютного фонда защищает экономику от дестабилизирующего влияния самостоятельной денежной политики и заставляет зарплаты и цены быть гибкими. Причины для установления валютного фонда или другого денежного института примерно те же, что и при принятии конституции, которая ограничивает властные полномочия органов правления. Внешние ограничения на повседневную политическую деятельность необходимы для того, чтобы удерживать многие органы власти от ограничения политических свобод. Органы власти могут согласиться связать себя конституционными ограничениями или создать институты, которые с успехом проводят в жизнь эти ограничения, хотя органы власти не вели бы себя так, если бы конституционных ограничений не существовало. Конституции нужны, так как даже правительство, уважающее политические свободы, однажды может ограничить их, если конституция не устанавливает эти свободы в качестве прочных основ политической жизни. Опыт конституций далек от совершенства, но он подтверждает мнение о том, что конституция часто становится эффективным средством для ограничения власти органов правления.

Валютный фонд - это форма денежной конституции, которая удерживает правительство страны от ограничения экономических свобод с помощью сбора высокого инфляционного налога, непопулярного у народа. Поскольку валютный фонд не может финансировать бюджетные дефициты своего правительства, система валютного фонда устанавливает косвенным образом низко-инфляционную бюджетную конституцию для государственного сектора экономики. Умное и очень решительное правительство, возможно, найдет пути разрушения валютного фонда, точно так же, как оно может разрушить политическую конституцию, но средства предохранения, предлагаемые в главе 6, дают валютному фонду максимум защиты от подобных интриг и должны быть достаточными для сдерживания несверхрешительного правительства.[41]

## ЮГОСЛАВСКИЙ ОПЫТ

Денежный эксперимент в Югославии, проведенный с 1989 года, показал, что количество проблем только увеличится при введении твердой валюты в России или любой другой стране с типичным центральным банком. Югославия разработала свою денежную реформу 1989 года с помощью МВФ, членом которого она являлась с 1945 года. Реформа имела целью контролировать инфляцию, которая в 1989 году, задолго до начала гражданской войны в Югославии, составляла 2720%. 18 декабря 1989 года Югославия привязала свою валюту (динар) к западногерманской марке в соотношении 7 динаров за марку. Это позволило динару стать частично конвертируемым с 1 января 1990 года. Из-за поддержки искусственного курса в условиях низкого уровня доверия реальные процентные ставки на банковские займы возросли примерно до 40% в год по сравнению с 3-4% в год в Германии, так как люди считали, что Национальный Банк Югославии не сможет поддерживать обменный курс.

К июню 1990 года месячная инфляция приблизилась к нулю. Однако в целом в 1990 году инфляция составила 300%, или почти в 100 раз больше, чем в Германии, так как денежная база динара возросла на 169%. Реальный эффективный обменный курс (разновидность реального

[41] О бюджетной конституции см.: Buchanan и Wagner (1977). О денежной конституции см.: Grilli и др. (1991) и Yeager (1962, 1992).

обменного курса) динара возрос на 85%, согласно данным МВФ. Завышенная оценка динара привела к уменьшению реального ВВП на 7,6% (IMF 1991: 37; National Bank of Yugoslavia 1991: 10, 31, 34, 36).

Самым слабым местом денежной реформы была политика по отношению к обанкротившимся предприятиям, принадлежащим или руководимым рабочими коллективами, а также к коммерческим банкам - владельцам таких предприятий. Ввиду того, что югославское правительство неохотно шло на перепрофилирование этих предприятий, а их руководство не могло увольнять работников, которые являлись собственниками, правительство дало указание Национальному Банку Югославии увеличить субсидированные кредиты предприятиям, которые принадлежат рабочим коллективам, и связанным с ними коммерческим банкам. Другим слабым местом реформы был закон, гласящий, что обменный курс не подвержен узаконенным изменениям с целью предотвращения доступа к кредитам со стороны государственных предприятий и местных властей, что истощало запасы иностранной валюты центрального банка. В силу наличия в Югославии федеральной структуру управления, Национальный Банк Югославии не находился под единым контролем. Резервы иностранной валюты Национального Банка Югославии возросли с 50 миллиардов динаров в декабре 1989 года до 88 миллиардов динаров в сентябре 1990 года, а затем уменьшились до 59 миллиардов динаров в декабре 1990 года (National Bank of Yugoslavia 1991:22). Чтобы предотвратить дальнейшие потери запасов иностранной валюты, правительство Югославии 28 декабря 1990 года объявило, что начиная с 1 января 1991 года динар будет девальвирован до уровня 9 динаров за немецкую марку. Одновременно, также 28 декабря 1990 года, парламент Сербии отдал секретное и незаконное распоряжение сербским государственным коммерческим банкам дать займ в 18,3 миллиарда динаров (около 1,8 миллиарда долларов) государственным предприятиям Сербии (Sudetic 1991). Когда об этом стало известно 8 января 1991 года, Национальный Банк Югославии утратил остатки доверия. Правительство Югославии и Национальный Банк Югославии не наказали за захват фондов сербских государственных коммерческих банков ни органы власти Сербии, ни сербские государственные предприятия. Вместо этого Национальный Банк Югославии безуспешно пытался поддержать обменный курс динара с целью не допустить массовой продажи динаров за марки. Югославия девальвировала динар с 9 до 13 за одну немецкую марку 19 апреля 1991 года. Затем Национальный Банк Югославии проводил девальвацию динара еще много раз; рыночный обменный курс динара в уменьшившейся Югославии (Сербия и Черногория) составлял 500.000 динаров за марку в начале июня 1993 года, а инфляция потребительских товаров достигла до 200% в месяц.[42]

Опыт денежной реформы в Югославии указывает путь, по которому может пойти Россия, если не создаст валютный фонд. И в России, и в Югославии была централизованная плановая экономика, коммунистическая политика и разрушенная многолетним давлением со стороны режима культура. Как и Югославия, Россия сейчас имеет федеральную структуру управления и нечеткое деление собственности и права на сбор налогов между центральными и местными органами власти, хотя в России центральные органы более сильны, чем это было в Югославии. Все эти факторы создают постоянное политическое давление в сторону продолжения инфляции для того, чтобы финансировать нежесткие бюджетные ограничения государственных предприятий и органов власти.

---

[42] Стив Ханке одобрил югославскую денежную реформу и наблюдал ее крах в качестве личного экономического советника тогдашнего заместителя премьер-министра Живко Прегля. Он впервые встретился с Преглем в Вене 12-13 октября 1989 года для обсуждения путей установления контроля над инфляцией в Югославии, и был личным советником Прегля по экономике с 1990 по ЗО июня 1991 года. Ханке, на которого произвел впечатление успех в Австрии пассивной денежной поддержки искусственного курса шиллинга по отношению к немецкой марке (Koren 1982) посоветовал Преглю, что искусственный курс подойдет для Югославии. Югославский опыт убедил Стива Ханке, что единственным финансовым правилом, которое может контролировать инфляцию в таких экономических и культурных общностях как Югославия или Россия, является настоящий фиксированный обменный курс, который обеспечивается валютным фондом. Мы выступали за валютный фонд в Югославии в книге Hanke и Schuler (1991c).

## 3. СИСТЕМА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА И ДЕНЕЖНАЯ СИСТЕМА РОССИИ

В предыдущей главе Центральный Банк России рассматривается как если бы он был типичным центральным банком. Это - великодушное суждение, вообще же Центральный Банк России и его предшественники работали хуже среднего уровня. История центрального банка в России - это история обесценивания денежной единицы и конвертируемости, что являлось основной традицией денежной системы. Современная денежная система выросла из этой традиции, что подрывает доверие к Центральному Банку России и снижает вероятность того, что ему удастся снизить инфляцию без поднятия реальных процентных ставок на очень высокий уровень. Эта глава обрисовывает историю центрального банка в России, описывает, как центральный банк создал современную российскую денежную систему и выявляет некоторые основные проблемы этой системы.

### ИСТОРИЯ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА В РОССИИ

История центрального банка началась в 1860 году, когда правительство основало Государственный Банк России путем слияния нескольких обанкротившихся государственных коммерческих банков. Впоследствии Государственный Банк сократил свои прямые кредиты промышленности и сельскому хозяйству и стал обычным центральным банком, имея дело в основном со множеством частных банков, которые появились в конце 19-го века.

Государственный Банк также стал отвечать за выпуск рублевых банкнот. Ранее банкноты выпускало министерство финансов. С тех пор, как рублевые банкноты были впервые выпущены в 1769 году, рубль имел искусственно поддерживаемый обменный курс по отношению к меди или серебру только с 1769 по 1777 и с 1839 по 1853 годы. Остальное время рубль был подверженной инфляции плавающей валютой. Сначала Государственный Банк даже не поддерживал обменный курс. В 1862 году Государственный Банк искусственно поддерживал обменный курс по отношению к золоту, но на следующий год возвратился к инфляционному плавающему курсу. Государственный Банк не восстанавливал искусственный обменный курс по отношению к золоту до 1897 года (Arnold 1937: 3-15).

Время искусственного обменного курса с 1897 по 1914 год было периодом значительного экономического роста, хотя он прерывался с 1904 по 1906 год русско-японской войной и политическими беспорядками, последовавшими за ней. С 1905 по 1906 год российское правительство стало, пожалуй, первым правительством, применившим современный контроль капитала (Bloomfield 1939: 58-9). Промышленное производство быстро росло в период действия искусственного обменного курса, но сельскохозяйственное производство, вообще составлявшее большую часть российской экономики, росло медленно. Прирост продукции на душу населения и на каждого работника составлял в среднем уровень, сравнимый с уровнем индустриальных стран, но не выше, поэтому Россия не нагоняла Англию, Германию или Соединенные Штаты, не говоря уже о менее аграрных и сильнее индустриализованных странах, таких как Швеция и Япония.[43]

Искусственный обменный курс закончился, когда Государственный Банк ввел контроль на обмен рубля на иностранные валюты и этим установил его плавающий курс по отношению к золоту 9 августа 1914 года, через 12 дней после начала первой мировой войны.[44] С этого времени рубль перестал быть полностью конвертируемым. Царское правительство и сменившее его с 15 марта 1917 года временное правительство Керенского больше полагались на инфляцию в финансировании, связанном с военными расходами. Во время большевистской революции покупательная способность рубля на внутреннем рынке упала до 14% от ее предвоенного уровня. (Arnold 1937: 30, 49)

---

[43] Измерение экономического роста России - постоянная проблема. Мысли по этому поводу см.: Gregory и Stuart (1986: 29-50), Nove (1989: 1-16, 402), а также Nutter (1962).

[44] Все данные приведены в соответствии с "новым стилем" (григорианским календарем). "Старый стиль" (юлианский календарь), который отстает от "нового стиля" на 13 дней, был официальным календарем в России до февраля 1918 года.

Большевистская революция произошла 6-7 ноября 1917 года. 8 ноября большевики установили солдатские посты в Государственном Банке. 20 ноября большевистское правительство захватило Государственный Банк, который отказывался печатать рублевые банкноты для финансирования расходов нового правительства. 27 декабря правительство послало солдат для захвата частных банков, объявив декретом монополию государства на банковскую деятельность, а также слияние всех частных банков в Государственный Банк. Другими декретами в декабре 1917, январе и феврале 1918 года, правительство аннулировало все свои долги, национализировало иностранные банки, конфисковало капитал всех частных банков, и объявило, что правительственные чиновники могут открывать сейфы с депозитами и забирать их содержимое (Arnold 1937: 53-71; Nove 1989: 41).

Во время гражданской войны, последовавшей после большевистской революции, все участвовавшие стороны, кроме белогвардейского (антибольшевистского) правительства Северной России, выпускали быстро обесценивавшиеся валюты. Правительство Северной России создало валютный фонд (см. главу 9). Денежная политика большевиков во время гражданской войны была частью более общей экономической стратегии, названной впоследствии военным коммунизмом. Неясно, в какой степени военный коммунизм был программой, разработанной для военного времени, а в какой - намеренной попыткой немедленно создать идеальную социалистическую экономику. Некоторые большевики утверждали, что Россия не может построить социализм, не проходя следующего этапа капитализма. Радикальные большевики, напротив, видели в военном коммунизме возможность немедленного достижения долгожданной цели социализма - замены денег товарным обменом и карточной системой. Правительство закрыло Государственный Банк 19 января 1920 года и ввело элементы экономики без денег, выплачивая зарплаты товарами и распределяя бесплатные товары и услуги. В то же время Правительство продолжало выпускать рублевые банкноты для финансирования своих расходов (Arnold 1937: 70,88-9; Nove 1990: 55-6,64-72).

Каковы бы ни были мотивы введения военного коммунизма, его экономические последствия были просто катастрофическими. Чтобы предотвратить экономическую катастрофу, Правительство в 1921 году ввело новую экономическую политику (НЭП), т.е. частичное возвращение к рыночной экономике. Правительство восстановило Государственный Банк 16 ноября 1921 года и разрешило местным властям основывать коммерческие кооперативные банки. Важнейшей частью новой экономической политики была сравнительно стабильная новая валюта - червонец, которую Правительство ввело с плавающим обменным курсом по отношению к продолжающему существовать обесценивающемуся совзнаку 28 ноября 1924 года. Червонец был равен десяти предвоенным царским золотым рублям. Скоро червонец стал валютой, доминирующей в обращении. Правительство изъяло совзнак из обращения с 7 марта 1924 года по курсу 50 млрд. совзнаков за червонец, что было эквивалентно 5 млрд. совзнаков за предвоенный рубль. Червонец был ограниченно конвертируем на иностранную валюту для определенных случаев (Arnold 1937: 119, 146-215, 262-3, 281-8; см. также главу 9).

Правительство свернуло реформы, связанные с новой экономической политикой, когда Сталин и Троцкий пришли к власти. Червонцы перестали быть конвертируемыми в иностранную валюту 9 июля 1926 года, когда Правительство запретило экспорт советской валюты. Согласно закону от ЗО января 1930 года уже во время первой пятилетки коммерческим кооперативным банкам было запрещено проводить операции между собой без разрешения Государственного Банка, практически они стали просто его отделениями (Arnold 1937: 263, 351-8). Денежная система свелась к "монобанку", соединяющему функции выпуска банкнот и монет, хранения сберегательных вкладов частных лиц и предоставления займов государственным предприятиям.[45]

---

[45] Незадолго до большевистской революции Ленин (Lenin 1964 [1917]: 106) писал: "Крупные банки есть тот "государственный аппарат", который нам нужен для осуществления социализма и который мы берем готовым у капитализма, причем нашей задачей является здесь лишь отсечь то, что капиталистически уродует этот превосходный аппарат, сделать его еще крупнее, еще демократичнее, еще всеобъемлющее. Количество перейдет в качество. Единый крупнейший из крупнейших государственный банк, с отделениями в каждой волости, при каждой фабрике - это уже девять десятых социалистического аппарата. Это - общегосударственное счетоводство, общегосударственный учет производства и распределения продуктов, это, так сказать, нечто вроде скелета социалистического общества. (Разрядка - курсив в оригинале).

Время от времени этот монобанк разделяли на отдельные банки, но они были не более чем его административными подразделениями.

Изменения, введенные законом 1930 года, остаются и сейчас основой российской денежной систему.[46] В действительности они разделили рубль на два типа валюты разделив денежную систему на два финансовых потока, имеющих очень мало точек соприкосновения. Наличное обращение включало в себя саму рублевую наличность (банкноты и монеты) и сберегательные вклады частных лиц в государственном сберегательном банке.

В наличном обращении бюджетные ограничения обычно жесткие. Рублевую наличность и сберегательные вклады частных лиц можно было свободно использовать для приобретения потребительских товаров хотя обычно людям нужно было иметь нормированные талоны, разрешение властей или подходящее место в очереди для того, чтобы достать товары по официальным ценам. Большинство средств производства нельзя было приобрести за наличные законным путем, и дефицитные потребительские товары и средства производства можно было достать на черном рынке за наличные по высоким ценам. Не существовало никакой системы чековых счетов для государственных предприятий и частных лиц; платежи предприятий производились с помощью переводов со счета на счет, а частные лица обычно получали зарплату в наличных деньгах и платили наличными за товары. Безналичное обращение включало в себя рублевые депозиты государственных предприятий и министерств в государственных банках, которые являлись не свободно используемыми фондами, а расчетными чеками, что было удобно для центральных плановых органов. С одной стороны, предприятия могли использовать депозиты без разрешения этих органов, но с другой - плановые органы зачастую создавали дополнительные фонды для предприятий с целью покупки необходимых товаров, так что бюджетные ограничения предприятий были в какой-то мере нежесткими.

Централизованное планирование старалось держать наличное и безналичное обращение разделенными. Сберегательные вклады частных лиц свободно обращались в банкноты и монеты. Однако государственные предприятия, как правило, не могли держать крупные суммы в банкнотах и монетах, исключая случаи выплаты работникам, они также не могли обращать свои депозиты в банкноту и монеты без разрешения плановых органов. Депозиты предприятий для многих сделок были менее полезны, нежели наличные, поэтому ими торговали на черном рынке по цене ниже номинальной в наличности. Наличный и безналичный оборот остаются разделенными и поныне, хотя Закон о государственных предприятиях 1987 года и развал централизованного планирования сделали более легким для государственных предприятий обходить ограничения на обращение депозитов предприятия в наличность (Aven 1991: 191). В конце 1992 года неофициальный обменный курс, хотя и сильно колеблющийся, составлял около 1,3 безналичных рубля за один наличный рубль.

После реформы 1930 года следующей важной советской денежной реформой стал обмен денег 14 декабря 1947 года.[47] На самом деле обмен конфисковал часть сбережений советских людей с целью уничтожить скрытую инфляцию, созданную Государственным Банком во время второй мировой войны. Банкноты и монеты обменивались по курсу десять старых рублей за один новый. Сбережения частных лиц, обменивались по курсу один старый рубль за один новый до суммы в 3000 рублей, 1,5 старых рублей за один новый для следующих 7000 рублей и два старых рубля за один новый после превышения этой суммы. Зарплаты и цены не изменились: средняя месячная заработная плата составляла в это время около 3000 рублей (Brabant 1992; Holtzman 1955: 206,232). (Еще одна реформа, проведенная 1 января 1961 года, обменяла банкноты и монеты, сбережения частных лиц, депозиты предприятий, зарплаты и цены по курсу 10 старых рублей за

---

[46] Более подробно описание социалистической финансовой системы в целом см.: Peebles (1991: 15-79). О советской финансовой системе см.: Arnold (1937), Carr (1951-1969), Garvy (1977), Holzman (1955) и Kuschpèta (1978).

[47] 17 ноября 1935 года советское правительство девальвировало туристический обменный курс рубля на 77%, но девальвация не имела особого значения для советских граждан, так как рубль был неконвертируемой валютой.

один новый, оставив реальные соотношения неизменными, исключая то, что рубль был фактически девальвирован для внешнеторговых целей (Kuschpèta 1978:44; Nove 1990:391).

Официальные цены оставались относительно стабильными до 1991 года. Конечно, многие из них не отражали реального предложения и спроса, поэтому не имели такого значения, как в рыночной экономике. Поскольку официальные цены, установленные в централизованном порядке, были стабильны, в государственном секторе российской экономики инфляция оставалась скрытой; инфляция, однако, повышала цены в частном секторе, в том числе и на черном рынке (даже на черном рынке за рубли не всегда можно было приобрести весь тот набор товаров, который можно было приобрести за иностранную валюту). Скрытая инфляция накапливалась в Советской экономике до тех пор, пока она не стала открытой в 1991 году.

## БЮДЖЕТ ПРАВИТЕЛЬСТВА И СВЕРХИНФЛЯЦИЯ

Сверхинфляция началась в 1991 году, причиной чего являлась комбинация роста денежного снабжения и сокращения реального спроса на рубли. Советское правительство не хотело или не могло уменьшить инфляцию за счет сокращения бюджетного дефицита. Вместо этого оно попыталось уменьшить инфляцию путем конфискации рублей. 22 января 1991 года правительство потребовало от населения обмена 50- и 100-рублевых банкнот (в то время это были самые крупные купюры из всех находившихся в обращении) на более мелкие банкноты. Было объявлено, что крупные банкноты больше не являются деньгами. Обмен был ограничен 1000 рублями на человека. Люди, имеющие большие сбережения в крупных банкнотах, должны были заявить об источнике их дохода. Многие держатели крупных банкнот очевидно были заранее предупреждены об обмене, и уже обменяли крупные купюры на мелкие, или использовали родственников для обмена своих крупных банкнот. Конфискация не выявила многих людей, занятых нелегальной деятельностью, как на то надеялось правительство, и не на много снизило уровень инфляции: только 3%крупных купюр, или1%от140 миллиардов рублей в банкнотах и монетах, находящихся в обращении, не были обменены на более мелкие купюры (IMF1992b:16,70).

Предпринятая конфискация рублевых сбережений с помощью обмена подорвала спрос на рубль как средство сохранения стоимости и положила начало постоянному уменьшению доверия населения к рублю, что продолжается и поныне. Статистические данные, приведенные в Таблицах 3.1, 3.2 и 3.3, показывают общую картину упадка российской экономики, которая сопровождается падением доверия к рублю. Тенденция к упадку продолжается:

министр экономики предсказал сокращение промышленного производства еще на 10% в первой половине 1993 года (Rubinfien 1992).

**Таблица 3.1 Рубль по отношению к доллару США, 1990-1993**

| **Время** | **Соотношение** |
|---|---|
| Январь 1990 года | 10,27 |
| Февраль | 12,32 |
| Март | аукцион не проводился |
| Апрель | 13,52 |
| Май | 15,91 |
| Июнь | 20,59 |
| Июль | 24,17 |
| Август | 24,17 |
| Сентябрь | аукцион не проводился |
| Октябрь | 22,29 |
| Ноябрь | 20,18 |
| Декабрь | 22,88 |
| Январь 1991 года | 26,40 |
| Февраль | 36,96 |
| Март | 36,08 |
| Апрель | 37,10 |
| Май | 37,90 |
| Июнь | 42,00 |
| Июль | 50,00 |
| Август | 51,90 |
| Сентябрь | 56,00 |
| Октябрь | 73,10 |
| Ноябрь | 110,00 |
| Декабрь | 169,20 |
| Январь 1992 года | 230 |
| Февраль | 170 |
| Март | 160 |
| Апрель | 143,50 |
| Май | 113,00 |
| Июнь | 144,00 |
| Июль | 161,20 |
| Август | 205,00 |
| Сентябрь | 254,00 |
| Октябрь | 398,00 |
| Ноябрь | 447,00 |
| Декабрь | 414,50 |
| Январь 1993 года | 572,00 |
| Февраль | 593,00 |
| Март | 692,00 |
| Апрель | 823,00 |
| Май | 1024,00 |
| Июнь | 1060,00 |

Примечание: данные курсы устанавливались на ежемесячных аукционах Московской межбанковской валютной биржи в безналичных рублях. Курс наличных рублей несколько ниже курса безналичных, который контролируется.

Источники: IMF (1992b: 84-5), World Bank (1992: 310-11), материалы прессы.

**Таблица 3.2 Важнейшие статистические данные по российской экономике, 1990-1993**

| | Дек. 1990 | Сент. 1991 | Дек. 1991 | Март 1992 | Июнь 1992 | Сект. 1992 | Дек. 1992 | Март 1993 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Наличность вне банков, млрд. руб. | 76,4 | 123,5 | 167 | 240 | 575 | 898,6 | 1650 | |
| Депозиты в рублях, млрд. руб. | 425,4 | 608,5 | 827 | 1075 | | | | |
| Депозиту в иностранной валюте, млрд. руб. | 8,1* | 9,5* | 203 | 319 | | | | |
| Денежное снабжение, млрд. руб. | 509,9 | 741,5 | 1201 | 1633 | | | 7100 | |
| Рубль по отношению к доллару США | 22,88 | 56 | 169,2 | 160 | 144 | 254 | 414,50 | 692 |
| Денежное снабжение, млрд. доллару США | 22,3 | 13,2 | 7,1 | 10,2 | | | 17,1 | |
| Долги предприятий, млрд. руб. | | | 39 | 780 | 3,200 | 600 | 29 | 6,000 |
| Средняя зарплата, руб. в м-ц | 275,2 | 600 | 1200 | | 4400 | 7200 | 16.000 | |
| Средняя зарплата, долл. США в м-ц | 14,73 | 10,71 | 7,07 | | 30,55 | 28,35 | 38,60 | |
| ВВП, млрд. руб. | 626,3 | | 727,8 | | | | 15.000 | |
| Реальный рост ВВП, % | 0 | | -13,0 | | | | -18,8 | -17 |
| Инфляция цен на потребительские товары, % | 5,6 | | 90,4 | 612 | 1300 | | 2600 | |
| Инфляция цен на производственные товары, % | 3,0 | | 138,0 | 1740 | 1460 | | 3400 | |
| Правительственные расходы, % к ВВП | 30,6# | | 47,9 | | | | 43 | |
| Баланс бюджета правительства, % от ВВП | -5,7 | | -30,9 | | | | -12 | |

Примечания: Статистические данные могут быть недостоверными. Цифры реального роста ВВП возможно преувеличивают упадок российской экономики, так как они не учитывают значительную часть подпольной экономической деятельности. Баланс бюджета правительства включены правительство и государственные предприятия.

* Депозиты в иностранной валюте оценены по официальному курсу 1.8 рубля = 1 доллар США на декабрь 1990 г. и сентябрь 1991 года.

# Советский Союз в целом.

Источники: FBIS (1992n, 1993b), IMF (1992b: 30, 41, 58, 67, 84; 1992c: 72), Whitlock (1992: 33-4) World Bank (1992b: viii-ix, 291, 297-8, 307, 310-11, 314), материалы прессы. Оригинальными источниками для большинства этих статистических данных являются отчеты Госкомстата и Роскомстата.

| **Таблица 3.3 Важнейшие события в финансовой системе России, 1991-1993** | |
|---|---|
| Дата | Событие |
| 22 января 1991 г. | Правительство изъяло из обращения 50- и 100- рублевые банкноты. |
| 9 апреля | Открылась Московская межбанковская валютная биржа. |
| 1 мая | Российское Правительство основывает альтернативную советской банковскую систему. |
| 19 июня | Госбанк СССР официально объявляет о том, что Правительство не сможет сделать рубль внутренне конвертируемым с января 1992 года. |
| 19-21 авг. | Попытка переворота. |
| 10 октября | Директор-распорядитель НВФ настаивает на предоставлении России долгосрочной помощи. |
| 27-28 октября | Встреча премьер-министров советских республик с представителями западных стран по поводу долга Советского Союза. |
| 2 декабря | Внешекомбанк приостановил продажу иностранной валюты советским гражданам. |
| 19 декабря | У Внешекомбанка исчерпаны резервы иностранной валюты. |
| 21 декабря | Госбанк СССР прекратил свое существование, заменен в России Центральным Банком России. |
| 2 января | Либерализация или отказ от регулирования цен на многие товары в России. |
| 4 января | Западные кредиторы соглашаются на оторочку погашения долга бывшего Советского Союза. |
| 24 февраля | Российский министр экономики предсказывает продолжение укрепления рубля (как это незадолго до этого произошло при продаже долларов Центральным Банком России). |
| 1 марта | Временная валюта Украины - купон - вошла в широкое обращение. |
| 1 апреля | Западные страны объявили о предоставлении помощи России в размере 24 миллиардов долларов, включая 6 миллиардов долларов для стабилизации рубля, выделенных МВФ. |
| 23 апреля | МВФ предупреждает российское правительство, что задержка в проведении реформы может сказаться негативно на предоставлении стабилизационного фонда. |
| 5 мая | Высокопоставленный чиновник российского правительства заявляет, что рубль станет полностью конвертируемым к 1 августа, по курсу 80 рублей за 1 доллар, поддерживаемым с помощью стабилизационного фонда МВФ. |
| 10 мая | Глава Центрального Банка России заявил, что полная конвертируемость рубля откладывается с запланированной даты (1 августа) до осени. |
| 1 июня | Россия становится членом МВФ. Председатель Центрального Банка России уходит в отставку. |
| 20 июня | Эстония становится первой из бывших советских республик страной, полностью заменившей рубль собственной валютой. |
| 1 июля | Отменяются официальные обменные курсы и у рубля появляется контролируемый плавающий курс. Центральные банки бывшего Советского Союза из-за распада рублевой зоны переходят на систему двусторонних расчетов. |
| 5 июля | МВФ предоставляет России займ в 1 миллиард долларов. |
| 12 июля | МВФ заявляет, что фонд для стабилизации рубля не будет основан ранее 1993 года. |
| 14 июля | Закон о регулировании обмена валюты, принятый российским парламентом, легализовал платежи в иностранной валюте. |
| Август- сентябрь | Центральный банк России дает займы в сотни миллиардов рублей для погашения долгов государственных предприятий. |
| 2 сентября | Центральный Банк России объявил, что потратил в 1992 году 650 миллионов |

| | |
|---|---|
| | долларов для поддержки рубля и собирается потратить еще только 100 миллионов долларов. |
| 13 сентября | Представитель МВФ настаивает на дальнейшем предоставлении займов России. |
| 6 октября | Подписан американский закон об увеличении квоты США в МВФ, которое должно использоваться для учреждения валютных фондов. |
| 12 ноября | Украина полностью заменила рубль на купон. |
| 16 марта 1991 г. | Председатель Центрального Банка России становится членом Совета Министров. |
| 2 апреля | Западные правительства соглашаются на отсрочку выплаты 15 миллиарда долларов внешней задолженности России. |
| Апрель | Российское правительство оглашает план индексации заработной платы, пенсии и сберегательных вкладов. |
| 15 апреля | Западные страны объявляют решение о предоставлении кредита для России в 43 миллиарда долларов. |
| Май | МВФ меняет позицию о рублевой зоне и склоняется к поддержке национальных валют в бывших советских республиках. |
| Источники: IMF (1992b), Financial Times Index, National Newspaper Index (United States) (Национальный индекс газет. США). | |

Центральный банк был главной причиной высокой инфляции и упадка экономики. Центральный Банк России был основан российским правительством в 1990 году для отстаивания своей автономии по отношению к правительству Советского Союза. Центральный Банк России почти не имел реальной власти до ноября 1991 года, когда он получил большинство сотрудников и российские филиалы Государственного Банка СССР (Госбанка). Он стал собственником российских активов Государственного Банка, когда последний был ликвидирован 21 декабря 1991 года. Центральный Банк России выпускает банкноту и монеты, предоставляет займы коммерческим банкам и российскому правительству и регулирует российскую денежную систему.

Центральный Банк России не является сейчас политически независимым, Россия вообще никогда не имела политически независимого банка. Российский парламент назначает председателя Центрального Банка России, и с марта 1993 года он также становится членом Совета Министров. Парламент может отдать центральному банку распоряжение о предоставлении кредита. (Говоря точнее, парламент делится на два органа: Конгресс народных депутатов, который состоит более, чем из 1000 депутатов, собирается нерегулярно для решения важнейших вопросов. Конгресс выбирает примерно четверть из своих парламентариев в состав Верховного Совета, который выполняет большую часть ежедневной законотворческой деятельности парламента). Исполнительная власть и парламент жестко соперничают из-за подотчетности центрального банка. Каждый из них желает, чтобы центральный банк был подотчетен (и контролируем) больше ему, нежели другой ветви власти.

Денежная политика центрального банка подчиняется финансовой политике российских властей. Как уже было отмечено, 94% всех займов, данных центральным банком с января по середину сентября 1992 года, были предоставлены по распоряжению парламента, либо по требованию исполнительной ветви власти (FBIS 1992i). С января по середину сентября 1992 года центральный банк дал взаймы правительству 822,5 миллиарда рублей для финансирования его бюджетного дефицита. Процент по этим займам составил 8% годовых, при чем срок выплаты более чем половину долгов составлял 10 лет и больше, что делал их просто подарком (FBIS 1992f).

## ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЙ

Кроме финансирования дефицита правительства (и некоторых местных властей (Wallich 1992]), Центральный Банк России финансировал дефицит убыточных государственных предприятий. Часть дефицита государственных предприятий существовала в форме задолженности

предприятий, которая в России определяется как долг одного предприятия другому, просроченный более чем на два месяца.

Задолженность предприятий не являлась проблемой до 1992 года. В централизованной плановой экономике она была мизерной. Советская реформа банков в 1930 году запретила государственным предприятиям давать друг другу кредиты без разрешения Государственного Банка СССР (Arnold 1937: 31). Целью реформы являлось установление более полного контроля над государственными предприятиями со стороны центральных плановых органов.

Задолженность предприятий превратилась в проблему недавно, так как сейчас российская экономика не является ни строго контролируемой из центра плановой экономикой, ни полностью оформившейся рыночной экономикой. При рыночной экономике фирмы предоставляют другим фирмам кредиты на свой риск.

В России, напротив, правительство косвенно выступает гарантом кредитов для предприятий, так как государственные предприятия в настоящее время нельзя считать автономными по отношению к правительству. Государственные предприятия в России предоставляют кредиты друг другу, мало обращая внимания на кредитоспособность берущих в долг, так как уверены в том, что российское правительство в случае чего заплатит долги другого государственного предприятия. Поскольку правительство косвенно выступает гарантом таких кредитов, государственные предприятия, на продукцию которых упал спрос (например, военная продукция), предоставляют друг другу кредиту в целях временного поддержания спроса. Такие кредиты дают возможность государственным предприятиям обходить кредитные ограничения, которые правительство устанавливает для государственных коммерческих банков. Правительство постоянно уплачивает непогашенную задолженность предприятий, давая распоряжение Центральному Банку России давать займы государственным коммерческим банкам под негативные реальные процентные ставки. Государственные коммерческие банки затем перезанимают эти фонды государственным предприятиям, также под негативные реальные процентные ставки. Задолженность предприятий стала, таким образом, важным источником нежестких бюджетных ограничений в российской экономике, так как центральный банк выступает последним кредитором в критической ситуации для государственных предприятий.

Другой причиной существования задолженности предприятий является то, что она позволяет совершать платежи в обход существующей банковской и платежной системы. Обходя банковскую систему, государственные предприятия уклоняются от налогов на добавочную стоимость и на прибыль, которые правительство собирает, перемещая средства с депозитов предприятий, размещенных в коммерческих банках, на их собственные счета. Государственные предприятия не могут полностью обойти банковскую систему: они должны обменивать часть своих депозитов на банкноты для оплаты работников, поэтому у правительства есть возможность собирать некоторые налоги через государственные коммерческие банки (Ickes и Ryterman 1992: 2, 21; Whitlock 1992: 35; World Bank 1992b: 19-20). Более подробно система платежей обсуждается ниже в этой же главе.

Кредиту предприятий в их нынешней форме вызывают потери ресурсов. Спрос в конце производственной цепочки со стороны потребителей или правительства больше не существует на товары, произведенные многими государственными предприятиями, но ресурсы, используемые для производства товаров, задерживаются государственными предприятиями в начале или середине производственной цепочки, так как кредиты предприятиям временно поддерживают спрос. Изъятие ресурсов из рынка уменьшает предложение и увеличивает инфляцию (Ickes и Ryterman 1992: 354).

Проблему морального характера, связанные с ролью Центрального Банка России как последнего кредитора в критической ситуации, и желанием государственных предприятий обойти банковскую платежную систему, вызвали быстрый рост задолженности предприятий, Задолженность выросла с 39 миллиардов рублей в начале 1992 года до 3200 миллиардов рублей к лету этого года. Центральный банк ответил на это, дав государственным предприятиям для погашения задолженности займов по крайней мере на 500 миллиардов рублей в августе и сентябре 1992 года (Whitlock 1992: 35) [48]. Займы были даны государственным коммерческим

[48] Чистый новый кредит, выданный Центральным Банком России для погашения задолженности предприятий, составил на 1 июля 1992 года около 181 миллиардов рублей (FBIS 1992u).

банкам, которых обязали передать их государственным предприятиям. Процентные ставки по этим займам не превышали 83%, что было гораздо ниже уровня инфляции. Займы просто заменили взаимозадолженность предприятий их долгом центральному банку. Осенью 1992 года и зимой 1992-1993 года задолженность предприятий вновь стала быстро расти, в апреле 1993 года она составляла около 6 триллионов рублей.

Сложность системы кредитования государственных предприятий является одним из факторов, который осложняет точное определение финансового состояния государственных предприятий. (Другие факторы - неэффективность платежной системы, существующие в России стандарты расчетов и отсутствие свободных рынков для некоторых товаров). Следовательно, российскому правительству трудно определить, какие государственные предприятия дают прибыль и могут продолжать работу, а какие несут большие убытки и должны быть закрыты (Ickes и Ryterman 1992: 27). Объявление убыточного предприятия банкротом может привести к серии банкротств прибыльных государственных предприятий, которые являются кредиторами

убыточного предприятия и дают кредиты друг другу. Банкротство также может сказаться на частных предприятиях, которые снабжали государственные предприятия. Проблему с задолженностью крупных государственных предприятий мешают их корпорализации и приватизации.

## КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ

Коммерческие банки являются единственными кредитно-финансовыми учреждениями в России; большие, хорошо организованные ипотечные компании, пенсионные фонды, инвестиционные фонды открытого типа и страховые компании отсутствуют.[49] В России пять государственных коммерческих банков и более чем 1500 негосударственных.

В централизованной плановой экономике не существовало негосударственных коммерческих банков. Каждый государственный коммерческий банк обслуживал свою клиентуру и имел монополию в своем секторе экономики. Государственные коммерческие банки почти автоматически предоставляли кредит государственным предприятиям, если те имеют соответствующую документацию о том, что товары были отгружены другим государственным предприятиям, которые способны их оплатить. Они не оценивали кредитоспособность заемщиков, потому что гарантом всех займов выступало правительство. Государственные банки являлись просто расчетными учреждениями или чем-то чуть большим.

Три бывших российских отделения советских государственных коммерческих банков существуют и сейчас. Они являются наследниками советских банков, созданных во время реформ 1987 года, которые разделили старый монобанк на частично независимые части. Крупнейший государственный коммерческий банк -Сбербанк - ранее имел монополию на депозиту частных лиц. Сбербанк был и остается в наличном обороте экономики. Промстройбанк и Россельхозбанк обслуживает государственные предприятия секторов экономики, которые отмечены в их названии. Они были и остаются в безналичном обороте экономики, они принимают депозиты и выдают займы.

Российское правительство основало еще два государственных банка. Внешторгбанк был основан в 1991 году как соперник союзного банка - Внешэкономбанка. 3-го не имело большого значения, потому что монополия на валютный обмен, которой владел ранее Внешэкономбанк, была уже отменена; теперь валютным обменом было разрешено заниматься десяткам других банков (IMF 1992c: 92-4). Законопроект об учреждении Российского Банка реконструкции и развития стал законом 31 декабря 1992 года. Задача Банка реконструкции и развития состоит в финансировании секторов экономики, которым оказывает предпочтение правительство (FBIS 1993a).

Два бывших союзных коммерческих банка больше не существует в их прежней форме. Жилсоцбанк распался на несколько более мелких негосударственных банков в середине 1991 года; Внешэкономбанк, который еще недавно имел монополию на операции с иностранной валютой, сейчас ликвидируется. Он продолжает заниматься вопросом внешнего долга бывшего

[49] Правительство проводит некоторые виды страхования, например, страхование автомобилей, существует несколько небольших частных страховых компаний (IMF 1992c: 94).

Советского Союза, но ничем больше. Его депозиты были заморожены с декабря 1991 года, когда правительство Советского Союза фактически захватило иностранную валюту, принадлежащую вкладчикам, для уплаты внешнего долга правительства. Российское правительство обещало выпустить для вкладчиков 3-процентные валютные облигации (Boulton 1993).

Конкуренция между государственными коммерческими банками остается ограниченной, так как они сохраняют свои старые связи со многими клиентами и не очень активно привлекают новых. Сельхозбанк начал конкурировать со Сбербанком за депозиты, но большинство отделений Сельхозбанка находятся в сельской местности, где проживает малая часть населенная (World Bank 1992b: 109). Процентные ставки, выплачиваемые Сбербанком и Сельхозбанком по сберегательным вкладам, в настоящее время составляют от 20 до 60% годовых. Раньше Государственный Банк предоставлял свои депозиты министерству финансов для централизованного распределения, но с конца 1991 года он дает взаймы свои новые депозиты частным лицам или другим коммерческим банкам на межбанковской бирже.

Центральный Банк России дает займы государственным коммерческим банкам под невероятно низкие Процентные ставки. В апреле 1993 года максимальная ставка для государственных коммерческих банков составляла 100% годовых. Государственные коммерческие банки должны передавать займы центрального банка с премиальной надбавкой не более 3% от ставки центрального банка. Старые связи между государственными коммерческими банками и государственными предприятиями упрочились из-за доступности для государственных коммерческих банков кредитов центрального банка. Государственные коммерческие банки остаются не более чем каналами для субсидирования государственных предприятий. В официальном порядке частные лица и частные компании получают мало займов от государственных коммерческих банков (IMF:1992c: 17-18)., но, платя взятки, частный сектор может отнять некоторые займы у государственных предприятий.

Более 1500 негосударственных коммерческих и кооперативных банков были основаны в России в соответствии с положениями советского закона о кооперативах 1988 года и закона о банках и банковской деятельности 1990 года. Некоторые негосударственные коммерческие банки являются бывшими филиалами государственных коммерческих банков. Многие негосударственные банки имеют государственные предприятия в качестве крупнейших акционеров, вкладчиков и заемщиков, поэтому, хотя эти банки не находятся в прямом владении правительства, они не являются частными в западном понимании этого слова. Правила, разделяющие государственную и негосударственную финансовую деятельность, сформулированы нечетко, поэтому система коммерческих банков на самом деле остается социалистической. Государственные предприятия используют коммерческие банки, которыми они владеют, для получения займов от центрального банка под негативные реальные процентные ставки и для того, чтобы избежать разделения между наличным и безналичным денежным обращением. Негосударственные коммерческие банки не относятся полностью ни к одному из этих видов денежного обращения, но все же больше имеют дело с наличным оборотом.

Правительство отменило потолки для процентных ставок 1 января 1992 года, поэтому государственные коммерческие банки могут предложить вкладчикам и берущим займы под проценты более высокие процентные ставки, чем государственные коммерческие банки. Однако с апреля 1993 года ни государственные, ни негосударственные банки не платят (или платят очень низкие) проценты по бессрочным вкладам. Процентные ставки по межбанковским займам составляют от 100 до 150%, примерно на 1000% меньше уровня инфляции. Это вызывает отсутствие полезной конкуренции между коммерческими банками. Правила, введенные Центральным Банком России, снижают конкуренцию, например, запрещая негосударственным банкам открывать филиалы (IMF 1992c: 18; World Bank 1992b: 106-12; Aukutsionek и Belyanova 1993). Возможности кредитования ограничены для негосударственных банков, так как перспективные заемщики не могут предложить достаточного обеспечения из-за того, что большая часть собственности продолжает принадлежать государству. Негосударственные коммерческие банки в основном вовлечены в спекуляцию товарами, собственностью или в другие краткосрочные инвестиции, которые кажутся привлекательными. Они не дают долгосрочных займов из-за высокого и сильно колеблющегося уровня инфляции. Вероятно 80% всех коммерческих банков в России имеют капитал менее 50 миллионов рублей, и реальная стоимость их капитала уменьшается по мере того, как продолжается сверхинфляция (Whitlock 1993: 27).

Центральный Банк России установил требование наличия 20% резерва во всех коммерческих банках кроме Сберегательного Банка, для которого установлены другие требования к резерву. Коммерческие банки держат резервы в виде беспроцентных депозитов в центральном банке (World Bank 1992b: 113).

Техника банковских операций коммерческих банков в России примитивна. Чеки были введены совсем недавно и с их помощью совершается менее 5% сделок (World Bank 1992b: 115); не существует никакой чековой системы для вкладов частных лиц. В России мало людей, обученных работать в стиле западных банков. Также мало бухгалтеров, обученных по западным стандартам; согласно российским подсчетам (которые кажутся нам завышенными), около двух миллионов квалифицированных бухгалтеров отправлены на переподготовку, кроме того России нужно 100 тысяч дипломированных бухгалтеров высшей квалификации (Jack 1992, World Bank 1992b: 258). Международные организации и западные правительства проводят обширную программу обучения персонала центрального Банка России и коммерческих банков элементарному знанию в таких отраслях, как оценка кредитования, западные стандарты бухгалтерского учета, управленческая деятельность (IMF 1992a: 114; Norman 1991).

## СИСТЕМА ПЛАТЕЖЕЙ

Система платежей, применяемая Центральным Банком России, чрезвычайно неэффективна. Во многих банковских системах, например, в Канаде, коммерческие банки проводят платежи без привлечения центрального банка, исключая, возможно, финальную стадию. Предположим, вкладчики банка А кладут на хранение 100 миллионов долларов в чеках или в другой форме платежного поручения, взятых из банка Б, а вкладчики банка Б кладут на хранение 90 миллионов долларов в чеках, выписанных в банке А. Банки обмениваются чеками и банк Б платит банку А 10 миллионов - разницу в их расчетном (клиринговом) балансе. Если есть другие банки - назовем их В, Г и Д, - все они могут урегулировать свои балансы на многосторонней основе, когда каждый банк высчитывает, что он задолжал другим банкам. Приведем простой пример. Предположим, между банками А и Б существует ситуация, упомянутая ранее, но каждый из них не должен всем банкам в целом ничего. Тогда банк Б ничего не платит банку А, что делает необязательным для банка Б держать 10 миллионов долларов резерва. Центральный Банк вступает в дело только в конце, если вообще вступает. Для совершения расчета коммерческие банки могут дать указание центральному банку перевести депозиты в центральном банке (резервы коммерческого банка) со счета одного коммерческого банка на счет другого.

Центральные банки в некоторых странах более непосредственно вовлечены в платежную систему, чем в Канаде или в приведенном ранее примере, что не приводит к заметным негативным последствиям. Однако Центральный Банк России чрезмерно вовлечен в систему платежей. Он регулирует бухгалтерские платежи между государственными предприятиями, так же, как и регулярные платежи по сберегательным вкладам частных лиц, например, плату за ренту квартиры. Все платежи по всей России, кроме платежей между вкладчиками в одном и том же отделении коммерческого банка, производятся через центральный банк. Каждое отделение каждого коммерческого банка обязано иметь отдельный клиринговый счет для расчетов с центральным банком. В западной системе платежей, напротив, коммерческие банки имеют единственный клиринговый счет на весь банк, что позволяет быстро и эффективно осуществить платежи.

Объем платежей возрос в связи с увеличением количества частных фирм, государственные предприятия были разделены на не зависимые друг от друга части, и количество коммерческих банков возросло. Возможности существующей системы платежей сказались недостаточными. Как следствие этого, прохождение платежей между банками в Москве занимало от нескольких дней до более чем трех недель. Платежи между банками других регионов проходят через Москву. Это занимает месяцы, за которые инфляция уничтожает большую часть их реальной стоимости (Sachs и Lipton 1992: 45; World Bank 1992b: 115, 138 п. 4). Например, при инфляции 25% в месяц по прохождении трех месяцев фиксированный номинальный платеж теряет 58% своей начальной реальной стоимости. Неэффективность системы платежей дает людям стимул задерживать платежи, утверждая, что они проходят через платежную систему. Напротив, в Соединенных Штатах, Канаде, Бразилии, в крупнейших западных странах все платежи совершаются в пределах двух дней. Западная система платежей значительно быстрее работает в этом отношении, так как

основана на электронном перемещении фондов, а не на почтовом, как российская система платежей (IMF 1992a: 8-9; Summers 1992: 10).

Неэффективность систему платежей также делает ее удобной для мошенничества (FBIS 1992i). Но несмотря на потери от мошенничества, Центральный Банк России отказывается резко менять процедуру платежей или прекратить контролировать систему платежей, поскольку это поддерживает консервативное мнение о необходимости контроля финансовых дел государственных предприятий. Более того, замедляя платежи, центральный банк увеличивает объем неуплаченной суммы кредита, которую он затем может дать взаймы и правительству.

Неэффективность системы платежей - один из факторов, приводящих к повышению спроса на рублевые банкноты по сравнению со спросом на рублевые депозиты. Частые лица и предприятия обращают все большее количество рублевых депозитов в рублевые банкноты. Они избегают получения платежей на свои депозитные счета, так как это может занять месяцы. Предприятия не кладут на свои депозиты в государственных коммерческих банках часть наличных денег, поскольку они не могут при необходимости обратить депозиты в наличные деньги, а также хотят избежать сбора налогов через банковскую систему. Депозиты предприятий, и даже, в некотором размере, депозиты частных фирм, остаются в безналичном денежном обороте. Государственные коммерческие банки, исключая Сберегательный Банк, депозиты которых полностью конвертируемы в наличность, не ведут учета - были ли депозиты сделаны в форме безналичного кредита или наличными, поэтому даже те предприятия, которые вкладывали наличными, часто не могут получить эту наличность с их банковских счетов; вместо этого они должны платить чеком или в другой форме перевода депозитов (Sachs и Lipton 1992: 38). Время от времени снабжение банкнотами не возрастало пропорционально спросу, поэтому многие государственные предприятия зачастую задерживали выплату зарплаты работникам. В ответ на недостаток банкнот Нижний Новгород и некоторые другие города выпустили свои собственные банкноты в качестве заменителя банкнот центрального банка (FBIS 1992c). Это банкноты типа "я вам должен", имеющие слабое обеспечение рублями или товарами, либо вообще не имеющие обеспечения. Неэффективность системы платежей также вынуждает предприятия прибегнуть к бартеру как альтернативе системе платежей, используя множество товарных бирж, появившихся в России и в других бывших советских республиках (Zhurek 1993). Товарные биржи, как и кредиты предприятий, и использование банкнот вместо депозитов, также облегчают уклонение от налогов.

## МЕЖРЕСПУБЛИКАНСКАЯ СИСТЕМА ПЛАТЕЖЕЙ

Система платежей между бывшими советскими республиками еще более громоздка по сравнению с платежной системой России. Кроме Эстонии, денежная система которой описана в следующей главе, каждая бывшая советская республика сохраняет раздельное финансовое обращение наличности и безналичности, которое существовало в централизованной плановой экономике. Центральный банк каждой республики контролирует свой внутренний безналичный оборот, но некоторые республики не выпускают сами банкноты и продолжают использовать рублевые банкноты, которые печатает только Центральный Банк России. Чтобы получить рублевые банкноты, другие республики должны жертвовать активным сальдо в своих двусторонних расчетах с Россией, либо брать займы у Центрального Банка России. Центральный Банк России требует оплаты от других республик, использующих рублевые банкноты, сбора в 1 % для оплаты стоимости печатания и транспортировки банкнот (IMF 1992a:25 п. 6). Монеты больше не обращаются так как инфляция сделала стоимость металла, из которого они сделаны, большей нежели их номинальная стоимость.

Торговля между республиками оплачивается при помощи перевода безналичных депозитов с двухсторонних счетов, которые поддерживают центральные банки республик. Перед распадом Советского Союза каждая республика имела так называемый центральный банк. В действительности они были отделениями Государственного Банка СССР и зависели от него. В 1990 и 1991 годы некоторые республики, включая Россию, учредили "теневые" центральные банки в целях борьбы против центрального правительства. Теневые центральные банки слились с отделениями Государственного Банка после его упразднения 21 декабря 1991 года. В начале 1992 года новые центральные банки оплатили все кредиты, выданные центральными банками других республик, так, как будто они все еще находятся под единым контролем. Результатом стал рост инфляции, так как республики, центральные банки которых давали кредиты быстрее, могли

привлекать товары из других республик. Чтобы предотвратить отток товаров в республики, где инфляция шла быстрее, 1 июля 1992 года и двусторонние счета заменили старую систему неограниченной оплаты кредитов центральных банков в других республиках. Теперь российские предприятия, например, не могут продать товаров на 500 миллионов безналичных российских и рублей Украине, если украинские предприятия не продают России товаров на эквивалентную сумму в безналичных российских рублях. Система допускает некоторые отклонения в балансах - от нуля до установленных верхних границ, в форме "технических кредитов" (превышение кредитов). В случае превышения лимитов технических кредитов центральные банки - кредиторы отказываются погашать кредиты центральным банкам - должникам. Россия имеет положительное сальдо в торговле с большинством остальных бывших советских республик. Для того, чтобы у них была возможность покупать российские товары, она дает многим из них крупные займы. Кредиты другим республикам составляли 25% всех займов, выданных Центральным Банком России в 1992 году (Hiatt 1993b), а в марте 1993 года правительство России распередилось прекратить выдачу кредитов другим республикам.

Создание двусторонних счетов разрушило в прошлом единую рублевую зону. Банкноты и наличные депозиты республик, которые не используют рублевых банкнот, имеют плавающие обменные курсы по отношению к рублю и по отношению друг к другу на неофициальных рынках. Безналичные депозиты, даже в республиках, где используются рублевые банкноты, также имеют плавающие обменные курсы по отношению к безналичным депозитам России и других республик на неофициальных рынках. Более того, безналичные депозиты в большинстве республик имеют плавающие обменные курсы по отношению к национальным банкнотам и наличным депозитам на неофициальных рынках. Некоторые республики, имеют официально установленные плавающие обменные курсы по отношению к валютам других республик (Economist 1992a, c). Подразумеваемые искусственные обменные курсы валют некоторых других республик к российскому рублю - это просто бухгалтерская функция.

Двусторонние счета необходимы, так как, исключая эстонскую крону, все валюты - наследники советского рубля - являются неконвертируемыми. Неконвертируемость этих валют является причиной краха торговли между республиками. Система двусторонних счетов препятствует торговле с участием нескольких сторон. Например, в старой рублевой зоне Россия могла купить уголь на один миллион рублей у Украины, использовать уголь для производства стали и продать на один миллион рублей стали Литве. Литва могла использовать сталь для производства оборудования и продать оборудование на один миллион рублей Украине. Украина, Россия и Литва получали по одному миллиону рублей. Если для каждой республики есть отдельный счет, то каждая республика имеет положительное сальдо в один миллион рублей с одной республикой при двусторонних платежах и дефицит в один миллион рублей при двусторонних платежах с другой республикой, но без вычетов, при многосторонних платежах баланс равен нулю. В новой системе двусторонних расчетов, если не ведется другая торговля, показанные в примере торговые сделки невозможны, потому что Украина прямо не покупает у России ничего, что компенсировало бы закупку Россией угля на Украине. В действительности некоторая компенсационная торговля идет, но между любыми двумя республиками она редко бывает хорошо сбалансированной. Чтобы оживить многостороннюю торговлю, Россия и некоторые другие бывшие советские республики обсуждали учреждение Межгосударственного банка для клиринговых операций или платежного союза (Boulton 1993).

В советской банковской системе был 81 региональный центр и около 1400 местных кассовых центров, используемых Государственным Банком СССР для совершения платежей. Раньше многие платежи проводились через региональные центры, сейчас они являются межреспубликанскими сделками и, следовательно, должны производиться через двусторонние счета, ведущиеся Центральным Банком России в Москве. Это повышает нагрузку на платежную систему, так как возрастает число шагов, необходимых для проведения того же платежа. Российским коммерческим банкам разрешено открывать корреспондентские счета банков в других республиках для людей или предприятий других республик, делающих закупки с помощью текущего счета, но им запрещено открывать свои корреспондентские счета в других республиках (FBIS 1992d, e; IMF 1992a: 8-9).

Двусторонние счета, или клиринг, или платежный союз необходимы сейчас в бывшем Советском Союзе, потому что люди платят неконвертируемой валютой, желая быстро ее обменять, так как выпускающее ее правительство может наложить дальнейшие ограничения на

конвертируемость. Двусторонние счета, или клиринг, или платежный союз не нужны в странах с полностью конвертируемыми валютами, таких, как страны с валютными фондами. Люди, которые платят конвертируемой валютой, уверены, что они смогут использовать ее, если захотят, для покупки товаров позднее.

## ВАЛЮТНЫЕ КУРСЫ, ВНЕШНИЙ ДОПГ

Российское правительство отменило многие ограничения на обмен иностранной валюту, которые существовали в Советском Союзе (иностранная валюта в данном контексте - это валюта, выпускаемая за пределами бывшего Советского Союза, в частности полностью конвертируемая валюта). С 1 апреля 1991 года банкам, имеющим лицензию, было разрешено открывать счета в иностранной валюте и торговать иностранной валютой между собой. Московская Межбанковская Валютная биржа открылась 9 апреля 1991 года. Государственным предприятиям было разрешено расплачиваться друг с другом иностранной валютой с августа 1991 года. 1 июля 1992 года правительство "унифицировало" различные существовавшие обменные курсы, установив для рубля контролируемый плавающий курс (см. Boulton 1992a). Однако рубль остался неконвертируемым. Правительство наложило ограничения на сделки по текущим счетам с помощью системы экспортных лицензий, хотя большинство экспортных лицензий было обещано отменить в 1993 году (FBIS 1992o). Экспортные лицензии существуют, потому что остается контроль над ценами на некоторые товары, в частности на энергию. Возможность без ограничений экспортировать их сделает для людей возможным купить эти товары по контролируемым ценам и продать их по более высоким ценам мирового рынка. Правительство ограничивает операции со счетами основного капитала, устанавливая лимиты для иностранной валюты, которую могут приобретать россияне и запрещая им держать определенные заграничные активы (см. IMF 1992c: 100). Многие импортируемые товары продолжают покупаться через централизованные ведомства и продаваться по субсидированным ценам (World Bank 1992b; 18).Следовательно, обменный курс еще не является унифицированным и контролируемым, плавающий курс рубля еще не является настоящим плавающим курсом.

Как и в последние годы существования Советского Союза, от экспортеров требуется продажа части вырученной иностранной валюты за рубли центральному банку и уполномоченным коммерческим банкам. На апрель 1993 года экспортеры были обязаны продавать 30% поступлений иностранной валюты центральному банку и 20% - другим уполномоченным банкам (FBIS 1992b). Правительство обсуждало возможность заставить экспортеров продавать все поступления в иностранной валюте за рубли (Lloyd и Volkov 1992). Продавцы иностранной валюты получают безналичные рубли по курсу, определяемому два раза в неделю на аукционах Московской межбанковской валютной биржи, но полученные ими рубли затем накапливаются на банковских депозитах, по которым платят отрицательные реальные процентные ставки, в то время как по депозитам в иностранной валюте платят обычно положительные реальные процентные ставки. Центральный Банк России использует иностранную валюту, которую по принуждению продают экспортеры, для оплаты части иностранного долга российского правительства и для поддержания рубля на ММВБ. Центральный банк не имеет другого регулярного источника валютного обмена. Официально все сделки с иностранной валютой должны производиться через уполномоченные банки, но существует активный неофициальный рынок, на котором наличный рубль стоит несколько меньше, чем безналичный, который определяет курс на бирже. Объем иностранной валюты на торгах ММВБ составляет только 5% официально зарегистрированной экспортной торговли России. Экспортеры укрывают многие поступления в иностранной валюте в зарубежных банках (World Bank 1992a: 17-18; Hays 1992b).

Российское правительство взяло на себя ответственность за все внешние долги бывшего Советского Союза в обмен на владение определенными активами советского правительства. Российское правительство выполняет обязательства по большинству иностранных долгов, которые в сумме составляют 86 миллиардов долларов и все должны быть выплачены в иностранной валюте.[50] Иностранной валюты, которую правительство получает от принудительной

[50] О российском внешнем долге см.: IMF (1992b: 91-3; 1992c: 32-3), Uchitelle (1992b) и World Bank (1992b: 16, 54-7).

продажи иностранной валюты экспортерами, не хватает для уплаты существующего иностранного долга. Иностранные кредиторы предоставляли российскому правительству отсрочки в выплате долгов несколько раз, и сейчас правительство ведет с ними переговоры по пересмотру условий.

## РОССИЯ И МВФ

Западные правительства и МВФ пытались помочь российскому правительству и Центральному Банку России стабилизировать рубль, предлагая консультации и обещая основать стабилизационный фонд рубля, если российское правительство выполнит определенные условия. МВФ консультировал российское правительство по вопросам экономической реформы с октября 1991 года.[51] Большая Семерка (G-7) стран (Соединенные Штаты Америки, Япония, Германия, Франция, Италия, Великобритания и Канада) 1 апреля 1992 года обещала России дать займов на 10 миллиардов долларов через МВФ.

МВФ предоставила России возможность взять в долг на сумму около трех миллиардов долларов для общего развития и шесть миллиардов долларов для создания фонда стабилизации рубля, если Российское правительство выполнит определенные условия, отраженные в соглашении, подписанном с МВФ в июле 1992 года. Это следующие условия: к концу 1992 года бюджетный дефицит правительства не должен превышать 5% от ВВП России; инфляция должна быть менее10% в месяц (Odling-Smee 1992a: 4-5). Российское правительство оказалось не в состоянии выполнить достаточно мягкие условия, выдвинутые МВФ. В апреле 1993 года правительство пыталось еще раз договориться о получении займа для общего развития и для фонда стабилизации рубля.

Сомнительно, обеспечит ли в действительности стабилизационный фонд рубля его ощутимую стабилизацию, если будет подчинен Центральному Банку России. В этом случае целью стабилизационного фонда будет являться поддержка искусственного обменного курса рубля. Однако, как доказывалось во второй главе, искусственный обменный курс может привести к нежелательным последствиям, так как, будучи центральным банком, Банк России имеет низкий уровень доверия. При искусственном обменном курсе реальные процентные ставки вероятно будут очень высокими, так как нужно компенсировать заимодавцам и инвесторам явный риск девальвации рубля. Тогда перед центральным банком встанет дилемма. Он мог бы поддерживать искусственный обменный курс до тех пор, пока он не станет вызывать доверие, в то же время это может развивать частые спекулятивные атаки на рубль и низкий уровень экономического роста по причине высоких реальных процентных ставок. Наоборот, центральный банк мог бы девальвировать рубль, скупив реальные процентные ставки и временно ускорив экономический рост, однако по всей видимости результатом будет ожидание россиянами дальнейшего обесценивания денег и инфляции; соответственно вырастут зарплаты и цены, а Центральный Банк России будет стимулировать ожидание инфляции, продолжая политику нежестких бюджетных ограничений.

Центральный банк России уже делал неудачные попытки стабилизировать обменный курс рубля на Московской межбанковской валютной бирже, где рублей продавалось в два раза меньше, чем долларов США. С января до начала октября 1992 года центральный банк потерял 650 миллионов долларов, поддерживая рубль; за этот период рубль обесценился с 150 за доллар до 342 за доллар (FBIS 1993g; Hays 1992b). Вполне вероятно, что если позволить центральному банку распоряжаться фондом стабилизации рубля, то это приведет к похожим результатам. Центральный Банк России - неэффективное средство в попытках стабилизировать рубль. Полагаясь на Центральный Банк России, МВФ и российское правительство заранее отказываются от вероятности быстрого достижения таких целей как твердая валюта, жесткие бюджетные ограничения и макроэкономическая стабилизация.

Валютный фонд, в отличие от Центрального Банка России, может стабилизировать рубль на долгое время, и он будет пользоваться доверием. Соответственно, и МВФ свяжет свою деятельность скорее с российским валютным фондом, чем с центральным банком. Валютный фонд установит жесткие бюджетные ограничения в отношении российского правительства и

[51] Россия стала членом МВФ 1 июня 1992 года, а членом Мирового Банка -16 июня 1992 года (IMF 1992c: 1, 36; World Bank 1992b: iii).

государственных предприятий. Основание валютного фонда положит конец сверхинфляции и будет способствовать уменьшению или устранению бюджетного дефицита правительства, что и является целью МВФ. Система валютного фонда установит пользующуюся доверием денежную и налоговую систему, которая сейчас в России отсутствует.

Валютный фонд может также стать пользующимся доверием денежным институтом для других бывших советских республик, которые хотят использовать ту же денежную единицу, что и Россия. Валютный фонд, основанный на принципах, изложенных в этой книге, не может манипулировать с выпуском своих рублей с целью достижения политических целей какой-либо группы. Республики, которые хотят сформировать "рублевую зону валютного фонда" для замены исчезнувшей рублевой зоны центрального банка, могут сделать это, образовав совместно с Россией валютный фонд. Совместный валютный фонд может выпускать различного вида банкноты и монеты для каждой входящей в него республики. Каждая республика будет затем получать сеньораж со своего вида банкнот и монет, но все виды будут иметь фиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте, и, следовательно, по отношению к друг другу. Другой вариант - республики могут создать независимые валютные фонды с фиксированными обменными курсами по отношению к той же резервной валюте, что и российский валютный фонд. В любом случае, система валютного фонда облегчит торговлю между Россией и другими бывшими советскими республиками путем создания твердых валют, принимаемых в других странах, и тем, что не будет нужды в громоздкой системе двусторонних межреспубликанских расчетов.

Уже есть разрешение для МВФ дать в долг средства с целью основания валютного фонда в России. Акт о заграничных операциях США от 1992 года (Public Law/Публичное право 102-391) ставит условием, что увеличение на 12 миллиардов американской квоты (основного членского взноса) в МВФ может быть использовано для основания валютных фондов.[52] Средства могут быть использованы

для основания валютного фонда в любой стране - члене МВФ, а не только в России. МВФ должен утвердить использование этих средств для основания валютного фонда в России или еще где-либо, но российское правительство должно суметь получить эту помощь от МВФ для основания валютного фонда в соответствии с принципами, изложенными в этой книге, особенно учитывая то, что Соединенные Штаты являются крупнейшим вкладчиком средств в МВФ.

Суммируя сказанное о состоянии российской денежной системы, можно утверждать, что она отстала и неконкурентоспособна. Существующие правила мало стимулируют россиян держать сбережения в рублях; иностранная валюта или товары гораздо лучше выполняют функцию сохранения стоимости. Финансовая система не является эффективным каналом передачи отечественных сбережений заемщикам. В России никогда не было продолжительного периода полной конвертируемости собственной валюты, обесценивание денег было нормой при царизме, при коммунизме и при демократически избранном правительстве. Центральный Банк России имеет долгую историю снабжения нетвердой валютой. Центральный Банк России страдает от недостатков, присущих именно ему. Он не пользуется доверием, и навряд ли заслужит его в ближайшем будущем, и при этом он навряд ли способен стабилизировать рубль в обозримом будущем.

---

[52] В законе говорится: "Предназначено для увеличения квоты Соединенных Штатов в Международном Валютном Фонде. Специальные Права Заимствования, эквивалентные 8608.5 долларам остаются доступными до своего истощения и могут быть использованы, помимо других целей, для поддержки финансовой стабильности в странах - членах МВФ посредством использования валютных фондов (Public Law 102-391, 106 United States Statutes at Large 1636).

Разрешение на использование увеличения квоты в МВФ для учреждения валютных фондов было результатом поправки, внесенной сенатором Филом Грэммом (Phil Gramm), и поддержанной сенаторами Робертом Доулом (Robert Dole), Стивом Симпсоном (Steve Symms), Конни Маком (Connie Mack), Аланом Симпсоном (Alan Simpson) и Джесси Хелмсом (Jesse Helms). Стив Ханке предварительно обсуждал систему валютного фонда с некоторыми из них.

## 4. ВАЛЮТНЫЕ ФОНДЫ, ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ И ПРОЦЕСС СНАБЖЕНИЯ ДЕНЕЖНОЙ МАССОЙ

Центральный Банк России навряд ли является надежным средством стабилизации рубля и всей российской экономики. Отсюда, следующие несколько глав объясняют в деталях другой подход к стабилизации, подход, который предусматривает создание в России валютного фонда. В этих главах показано, как осуществляется денежное снабжение в системе валютного фонда, как основать валютный фонд в России, и как оперировать с ним, как защищать его от политического давления, имеющего целью превращение его в центральный банк. Эта глава начинается со схематического описания различий процессов денежного снабжения в системе валютного фонда и в системе центрального банка.

### ПРОЦЕСС СНАБЖЕНИЯ ДЕНЕЖНОЙ МАССОЙ В СИСТЕМЕ ВАЛЮТНОГО ФОНДА

Система валютного фонда полностью полагается на рыночные силы в определении количества банкнот и монет, которые валютный фонд пускает в обращение. Рыночные силы также определяют остальные компоненты денежного снабжения - как показано в этой книге на примере депозитов государственных учреждений в коммерческих банках - с помощью процессов, описанных ниже в этой части книги и в Приложении Б.

В системе валютного фонда, как и в системе центрального банка, коммерческие банки являются посредниками между кредиторами и заемщиками. Коммерческий банк не может дать заемщикам долговременных кредитов больше, чем вкладчики хотят дать банку в форме депозитов, положенных на хранение, а не на расходуемых. Если коммерческий банк дает займы слишком активно, заемщики тратят этот избыток, например, выписывая чеки. В платежной системе больше средств уходит из банка, чем приходит в банк. Чтобы предотвратить банкротство в результате этого оттока, коммерческий банк держит резервы. Займы коммерческих банков ограниченыї потребностью в поддержке достаточных резервов для того, чтобы вкладчики могли обратить по требованию депозиты в резервы и препятствовать оттоку резервов через систему платежей.

Типичный валютный фонд не играет активной роли в определении денежной базы. Фиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте и требование, чтобы валютный фонд держал 100%-ный резерв в иностранной валюте, исключает для него возможность увеличивать или уменьшать денежную базу по собственному усмотрению. Типичный валютный фонд также не оказывает влияния на соотношение денежной базы и денежного снабжения, не устанавливая нормы резервов или какие-либо другие правила для коммерческих банков. Следовательно, денежное снабжение в системе типичного валютного фонда полностью определяется рыночными силами. Типичный центральный банк, напротив, может по своему усмотрению увеличить или уменьшить денежную базу. Например, он может давать займы коммерческим банкам, создавая для них резервы, даже если его собственные резервы иностранной валюты уменьшаются. Увеличение резервов дает возможность коммерческим банкам давать больше займов, чем они делают, давая депозиты заемщикам. Тогда денежное снабжение увеличивается. Уменьшающаяся денежная база производит противоположный эффект. Наряду с изменением денежной базы, типичный центральный банк может влиять на снабжение займами коммерческих банков, изменяя требования к резервам коммерческих банков.

Кроме того, типичный валютный фонд не может по своему усмотрению создавать резервы для коммерческих банков, денежное снабжение в системе типичного валютного фонда достаточно эластично и хорошо реагирует на изменения в спросе, так как эта система может приобретать резервы иностранной валюты. Эластичность денежного снабжения - это одна из причин, почему Гонконг является одним из ведущих мировых центров обильного и дешевого финансирования. Правила валютного фонда просто не дадут валютному фонду создавать резервы для коммерческих банков способом, вызывающим инфляцию, которым может пользоваться центральный банк.

Существуют и следующие иные источники эластичности. Это разнообразие норм резервных депозитов для коммерческих банков; распределение резервов среди филиалов одного и того же банка в стране с валютным фондом и в резервной стране; межбанковские займы; разнообразие норм наличных депозитов государственных учреждений. Чтобы упростить описание, в

последующем обсуждении в большинстве случаев мы будем избегать упоминаний об источниках эластичности, если они не касаются приобретения резервов иностранной валюты.

Последним резервом в системе валютного фонда является денежная база резервной валюты. Единственный путь приобретения последних резервов - это получить их из страны резервной валюты.[53] Простейший метод требует наличия активного сальдо текущего баланса. Несколько упрощая теоретические черты системы валютного фонда (перечисленные в Приложении Б), можно сказать, что изменения в балансе текущего банковского счета начинают цепочку событий, которая изменяет денежное снабжение в том же направлении. Положительное сальдо текущего счета в конце концов приводит к увеличению денежного снабжения, в то время как дефицит текущего счета в конечном итоге уменьшает денежное снабжение. (Сводный баланс платежей - это прирост или потеря резервов за период времени. Он состоит из баланса текущего счета (торговые операции с товарами и услугами), плюс баланс счета основного капитала - инвестиции и субсидии. Представим на время, что баланс счета основного капитала равен нулю, в таком случае сводный баланс равен текущему балансу.

Приведенные ниже упрощенные диаграммы (Диаграммы 4.1-4.2) иллюстрируют связь между изменениями в балансе платежей и денежным снабжением в системе валютного фонда. Приложение Б содержит более детальное, чем в этой главе, обсуждение.

Диаграмма 4.1 иллюстрирует начальную стадию, когда текущий баланс -нулевой: стоимость экспорта равна стоимости импорта. Теперь предположим, что в текущем счете образовалось положительное сальдо. Положительное сальдо оказывает влияние на денежную систему в последовательности, изображенной на диаграмме 4.1. Валютный фонд играет внешнюю (хотя и пассивную) роль в последовательности событий только на стадии, отмеченной как "спрос на товары в целом, включая спрос на банкноты и монеты валютного фонда, возрастает". Система является саморегулирующейся, и в конце концов приобретает новое равновесие, то есть баланс текущего счета возвращается к нулю и соответствующие рынки сбалансированы. Когда случается дефицит текущего счета, последовательность событий дана в диаграмме 4.2.

[53] Предполагается, что последние резервы используются только в системе валютного фонда и в резервной стране, а не где-либо еще. В действительности, последние резервы некоторых валют хранятся вне страны их происхождения. Например, банкноты доллара США в больших количествах хранятся в Латинской Америке.

**Диаграмма 4.1 Схема возрастания денежного снабжения в системе валютного фонда**

1. Текущий баланс равен нулю (экспорт равен импорту) – равновесие.
2. Спрос внутри страны на импортируемые товары падает или спрос за рубежом на товары из страны с валютным фондом растет.
3. Положительное сальдо текущего баланса (экспорт превышает импорт).
4. Резервы коммерческих банков растут.
5. Объем займов, представляемых коммерческими банками, растет.
6. Процентные ставки снижаются.
7. Доход растет.
8. Спрос на товары в целом, включая спрос на банкноты и монеты валютного фонда, растет.
9. Цены на отечественные товары растут.
10. Спрос внутри страны на иностранные товары растет или спрос за рубежом на товары из страны с валютным фондом падает.
11. Текущий баланс возвращается к нулю -- новое равновесие.

**Диаграмма 4.2 Схема уменьшения денежного снабжения в системе валютного фонда**

1. Текущий баланс равен нулю (экспорт равен импорту) – равновесие.
2. Спрос внутри страны на иностранные товары растет или спрос за рубежом на товары из страны с валютным фондом падает.
3. Дефицит баланса (экспорт меньше импорта).
4. Резервы коммерческих банков уменьшаются.
5. Объем займов, предоставляемых коммерческими банками, падает.
6. Процентные ставки растут.
7. Доход падает.
8. Спрос на товары в целом, включая спрос на банкноты и монеты валютного фонда, падает.
9. Цены на отечественные товары уменьшаются.
10. Спрос внутри страны на иностранные товары падает или спрос за рубежом на товары из страны с валютным фондом растет.
11. Текущий баланс возвращается к нулю -- новое равновесие.

Скорее рыночные силы, нежели самостоятельные действия валютного фонда, приводят к регулированию денежного снабжения в соответствии с текущим балансом. Денежная система является саморегулирующейся. Валютный фонд пассивен в отношении изменений в спросе на банкноту и монеты; он просто выпускает в обращение то количество, которое требуется для поддержания фиксированного обменного курса с резервной валютой. Заметим также, что из-за того, что обменный курс фиксирован, арбитражные операции осуществляются через изменения в денежном снабжении, процентных ставках и текущем балансе, а не через обменный курс. В этом смысле система валютного фонда похожа на "классический" золотой стандарт или золотовалютный стандарт, применявшийся многими центральными банками перед первой мировой войной и имевший действительно фиксированные обменные курсы.

Арбитражные операции - это ключ к изменениям в денежном снабжении в системе валютного фонда. Они проводятся с помощью создания из цен резервной страны "якоря" для номинальных цен в стране с валютным фондом. [54] Валютный фонд поддерживает фиксированный обменный

[54] Общее обсуждение роли номинального "якоря" см.: Bruno (1991).

курс с резервной валютой, но не контролирует другие номинальные или реальные цены в экономике. Вместо него эти цены определяют арбитражные операции. Арбитражные операции проводятся и с плавающим обменным курсом, но риск при обмене вызывает дополнительные затраты, которые делают арбитражные операции менее эффективными, чем при фиксированных обменных курсах.[55]

Предположим, что резервной валютой является доллар США; - тогда американские цены являются "якорем" для цен в рублях валютного фонда. Если существует диспропорция в ценах, например, лесоматериалы стоят в Соединенных Штатах больше, чем в России, даже принимая в расчет налоги и транспортировку, торговцы будут покупать российский лес и продавать его в Соединенные Штаты. Общее изменение цен, которое отражается в индексах оптовых цен, будет схожим и в России, и в Соединенных Штатах. Если Россия обеспечит права на собственность, уберет барьеры на пути иностранных инвестиций и будет иметь налоги не выше, чем в США, процентные ставки также будут приближаться к американскому уровню. Зарплаты в России возрастут примерно до уровня, существующего в США, учитывая степень роста производительности труда. Таким образом, если растет производительность труда, в странах с системой валютного фонда реальные зарплаты могут расти быстро.

Важным исключением из вышеизложенных замечаний об арбитражных операциях, является то, что индексы потребительских цен могут расходиться в стране с валютным фондом и в резервной стране. Разница может появиться из-за того, что индексы потребительских цен включают много неторговых (nontraded) товаров, таких как рентная плата и местные услуги, в то время как индексы оптовых цен в основном включают в себя торговые (traded) товары, такие как продукты питания, полезные ископаемые и ткани. В конце концов, цены на отечественные торговые товары отражают стоимость как неторговых товаров (в частности ренту и зарплаты), так и торговых товаров, используемых для их производства. В системе валютного фонда цены неторговых товаров могут устойчиво возрастать быстрее, чем цены на торговые товары, если это оправдано повышением производительности труда. Например, предположим, что производительность труда в экспортных отраслях возрастала в России на 4% в год, а в США, резервной стране, - на 0% в год. Затем представим, что инфляция цен на российские экспортные товары равна 0, а инфляция всех индексов цен в США также равна нулю.

Следовательно, реальные зарплаты могут вырасти в российском экспортном секторе на 4% в год против 0% в год в США, если не учитывать конкурентоспособность российских товаров, экспортируемых в США. Предположим, что реальные зарплаты в российских экспортных отраслях возросли на 4% за год. Чтобы избежать оттока работников в экспортные отрасли, другие отрасли российской экономики повышают реальные зарплаты и номинальные цены, которые они предлагают потребителям. Зарплаты в России будут расти быстрее, чем цены, потому что средняя производительность труда растет. Индекс потребительских цен в России также растет, в то время как американский индекс потребительских цен не изменяется. Изменение индекса российских цен - это признак структурного изменения в российской экономике в сторону деятельности, которая добавляет большую ценность торговым товарам.

Опыт стран с валютными фондами подтверждает как эффективность арбитражных операций с резервной страной по ценам торговых товаров, так и возможность различия в уровне инфляции цен, зарплат, рент и других неторговых товаров. В Гонконге процентные ставки и цены на экспортируемые товары были близки к своим аналогам в США начиная с 1983 года, когда Гонконг возвратился к системе валютного фонда и доллар США вновь стал резервной валютой Гонконга. Однако индекс потребительских цен возрос в Гонконге больше, чем в США из-за производительности труда, и, следовательно, реальный ВВП на душу населения вырос быстрее в Гонконге (Culp и Hanke 1992; Hong Kong 1992: 10, 13; World Bank 1992a: 219).

В целях большей ясности, в описаний того, как денежное снабжение регулирует платежный баланс в системе валютного фонда, сделан ряд упрощений. Реальные условия никогда не бывают так просты. В действительности для денежного снабжения в системе валютного фонда обычным

---

[55] Квоты и высокие тарифы также снижают эффективность арбитражных операций, что является одной из причин, почему альтернативный подход к экономической реформе в России, рассматриваемый в главе 1, рекомендует отказ от регулирования торговли.

является изменение в направлении, противоположном изменению в текущем балансе. Один из факторов, который может ослабить или прервать связь между денежным снабжением и текущим балансом - это иностранные инвестиции, которые являются частью баланса основных капиталов. Иностранные инвестиции могут компенсировать или даже превзойти дефициты текущего счета, приводя к приросту резервов. К настоящему моменту Гонконг имел текущий дефицит на протяжении десятилетий, однако его денежное снабжение увеличилось, потому что он привлек крупные иностранные инвестиции. Возможно то же самое случится в России, если она установит систему валютного фонда. Этот вариант вообще характерен для быстро развивающихся стран, которые поддерживают фиксированный обменный курс (Jonung 1984: 366-7, 383; Schuler 1992b: 159, 178-9, 204-8). Схожая ситуация может возникнуть и в России, если она создает валютный фонд и примет остальные предлагаемые нами реформы.

## ПРОЦЕСС СНАБЖЕНИЯ ДЕНЕЖНОЙ МАССОЙ В СИСТЕМЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Валютный фонд не может проводить денежную политику по собственному усмотрению, потому что этому препятствует фиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте и требование держать 100% резервов иностранной валюты. Валютный фонд не может изменять обменный курс (кроме как, возможно, в критической ситуации, о чем см. главу 6), он также не держит под активным контролем денежную базу и не регулирует деятельность коммерческих банков. Его влияние на реальную экономическую деятельность пассивно: он обеспечивает твердой валютой агентов экономики, которые используют ее, как хотят. В отличие от этого, целью центрального банка является оказание влияния на реальную экономическую деятельность с помощью таких инструментов денежной политики, как денежная база, требования к резервам и процентные ставки, требуемые коммерческими банками. В отличие от валютного фонда, центральный банк может проводить денежную политику по своему усмотрению, и, в отличие от коммерческих банков, его решения не обязательно продиктованы соображениями экономической выгоды. Центральный банк не связан ни жесткими правилами, определяющими его действия, ни соображениями выгоды или ущерба.

Повторяем, центральный банк - это денежный институт, который по своему усмотрению монопольною контролирует снабжение резервами коммерческих банков, и обычно также имеет монополию на выпуск в обращение банкнот и монет. Типичный центральный банк выполняет и другие функции, помимо снабжения резервами коммерческих банков и поддержки обращения банкнот и монет (что является тремя компонентами денежной базы). Типичный центральный банк регулирует деятельность коммерческих банков, выступает в качестве их последнего кредитора в критической ситуации, дает экономические консультации правительству и иногда даже помогает руководить платежной системой. Однако эти функции вторичны по отношению к его роли в снабжении денежной базы.

Как правило, только центральный банк контролирует денежную базу, в то время как другие государственные органы могут и часто выполняют вторичные функции. Например, в США только Федеральная резервная система снабжает федеральными фондами (депозитные резервы коммерческих банков) и банкнотами, но она разделяет регуляторные функции с Министерством финансов, такие как быть последним кредитором в критической ситуации для правительственных депозитов в страховых компаниях,[56] выступать в качестве экономического советника нескольких других правительственных органов и проводить операции в платежной системе вместе с частными организациями. В последующем обсуждении опущено рассмотрение вторичных функций типичного центрального банка, внимание сконцентрировано на том, как типичный центральный банк снабжает денежную базу, и как его действия отражаются на экономической активности.

В системе валютного фонда точкой отсчета в цепочке событий в приведенном примере увеличения в денежном снабжении (Диаграмма 4.1) является уменьшение спроса на импортируемые товары в стране с валютным фондом или увеличения спроса за рубежом на

[56] Федеральная резервная система передает правительству депозиты страховых компаний, исчерпавших свои фонды. Это последний кредитор в критической ситуации в американской банковской системе.

товары страны с валютным фондом. Изменения в спросе на товары, возникающие на рынке, отражают изменение потребностей людей. В системе центрального банка, напротив, точкой отсчета может быть решение центрального банка увеличить денежную базу; возможно, что таким образом он финансирует финансовый дефицит, связанный с расходами правительства. Это не то решение. которое возникает на рынке.

Упрощенная последовательность событий для неожиданного увеличения денежной базы представлена на диаграмме 4.3. Мы имеем в виду только случай неожиданного увеличения, чтобы избежать запутанных ситуаций такого типа, которые подчеркиваются экономической школой "рациональных ожиданий". Обсуждение приведенного здесь процесса денежного снабжения предполагает, что центральный банк поддерживает плавающий обменный курс. Плавающий обменный курс позволяет проводить в высшей степени произвольный контроль над денежной базой й, следовательно, в корне отличается от фиксированного обменного курса, поддерживаемого валютным фондом. Так как искусственно поддерживаемый типичным центральным банком обменный курс неустойчив, периодические девальвации искусственного курса предполагают в перспективе почти столь же произвольные действия для увеличения номинальной денежной базы, как и в случае с центральным банком, применяющим плавающий обменный курс. Как уже было отмечено, Центральный Банк России в настоящее время поддерживает плавающий обменный курс.

| Диаграмма 4.3 Схема увеличения снабжения денежной массой в системе центрального банка с плавающим курсом обмена валют. |
| --- |
| 1. Рынок обмена валют находится в равновесии - 1000 руб. = 1 доллару.<br>2. Неожиданное решение центрального банка увеличить денежную базу (скажем, дав взаймы правительству).<br>3. Резервы коммерческих банков увеличиваются.<br>4. Объем займов, предоставляемых коммерческими банками, растет.<br>5. Обменный курс рубля падает с 1000 руб. = 1 доллару до 1050 руб. = 1 доллару - новое равновесие. |

| Диаграмма 4.4 Схема уменьшения снабжения денежной массой в системе центрального банка с плавающим курсом обмена валют. |
| --- |
| 1. Рынок обмена валют находится в равновесии - 1000 руб. = 1 доллар.<br>2. Неожиданное решение центрального банка уменьшить денежную базу (скажем, за счет продажи активов).<br>3. Резервы коммерческих банков уменьшаются.<br>4. Объем займов, предоставляемых коммерческими банками, падает.<br>5. Обменный курс рубля поднимается с 1000 руб. = 1 доллару до 950 руб. = 1 доллару - новое равновесие. |

Чтобы показать более отчетливо отличие по сравнению с системой валютного фонда, представим, что нет временных лагов: номинальные цены регулируются очень быстро, оставляя реальные цены неизменными. Единственным результатом действий центрального банка тогда является обесценивание рубля по отношению к иностранной валюте. Если же вместо этого (что более реально) некоторые номинальные цены "несговорчивы", деятельность центрального банка оказывает реальное воздействие на экономику. В цепочке на Диаграмме 4.3 вероятным результатом деятельности центрального банка будет обесценивание реального обменного курса, то есть цены на неторговые товары упадут по сравнению с ценами на торговые товары. Это приведет к временному увеличению экспорта, так как номинальные зарплаты и цены некоторое время будут расти в ответ на обесценивание обменного курса. Между тем реальные зарплаты и цены будут ниже, чем раньше (если номинальный обменный курс был скорее искусственным, чем плавающим, немедленный результат действий центрального банка может сказаться противоположным: реальный обменный курс может временно повыситься, уменьшая объем экспорта. Однако в конечном счете типичный центральный банк вероятно девальвирует валюту по причинам, изложенным в главе 2, и в денежной системе установится новое равновесие).

Последовательность событий в случае внезапного уменьшения денежной базы в системе центрального банка с плавающим обменным курсом дана в Диаграмме 4.4.

Повторяем, в этом примере опущено обсуждение ожиданий и временных лагов, и предполагается, что номинальные цены урегулируются очень быстро, оставляя уровень реальных цен неизменным. Единственным следствием решения центрального банка является обесценивание рубля по отношению к иностранной валюте. Если некоторые номинальные цены "упираются", вероятным результатом действий центрального банка будет повышение реального обменного курса, так как цены на неторговые товары возрастут по сравнению с ценами на торговые товары. Это приведет к временному уменьшению экспорта, так как для номинальных

зарплат и цен требуется какое-то время, чтобы пойти вниз в ответ на падение обменного курса. В то же время реальные зарплаты и цены будут выше, чем раньше. (Если обменный курс был искусственным, а не плавающим, немедленным следствием действий центрального банка будет противоположное: реальный обменный курс обесценивается, приводя к увеличению экспорта. Однако со временем реальный обменный курс будет повышаться и в денежной системе установится новое равновесие).

## ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ, ИМИТИРУЮЩИЕ ВАЛЮТНЫЕ ФОНДЫ: АРГЕНТИНА И ЭСТОНИЯ

Теперь, когда мы закончили сравнение характеристик типичного валютного фонда и типичного центрального банка, мы можем прояснить недоразумение, имевшее место в последнее время. Некоторые центральные банки, имитирующие определенные черты валютных фондов, такие как современные денежные системы Аргентины и Эстонии, были ошибочно отнесены к системам валютного фонда (Bennett 1992; Hansson и Sachs 1992: 1; IMF 1992g: 52-3; Schwartz 1992b: 17). Нам кажется, что хоть эти денежные системы и имели некоторый начальный успех, в долговременной перспективе они будут вести себя больше как типичные центральные банки, нежели как типичные валютные фонды, так как у них отсутствуют некоторые важные черты типичного валютного фонда.

Аргентинский Закон о конвертируемости (Law 23.298), который вошел в силу с 1 апреля 1991 года, обязует Центральный Банк Республики Аргентина поддерживать обменный курс 10 000 аргентинских аустралей (сейчас переименованы в 1 песо) за 1 доллар США, и держать "всегда готовые к употреблению резервы в золоте и иностранных валютах", равные по меньшей мере 100% денежной базы.

Центральный банк может считать ограниченное количество долларовых облигаций аргентинского правительства (Bonex) резервами иностранной валюты; однако он держит излишек резервов иностранной валюты больший, чем объем этих облигаций (BCRA 1992: Cuadros III.3-4).

В отличие от системы типичного валютного фонда, аргентинская денежная система имеет ограниченную конвертируемость. Для определенных сделок с текущими счетами требуется разрешение центрального банка, хотя в настоящее время получение разрешения является простой формальностью. Исполнительная ветвь власти имеет возможность устанавливать контроль над капиталами в соответствии с законом, запрещающим иностранные инвестиции конвертировать в иностранную валюту на срок до трех лет (IMF 1992f: 20-1). Далее, институциональная защита обменного курса и нормы резерва слаба. Центральный банк не может девальвировать песо по собственному усмотрению, но он может делать это по разрешению законодательной власти, которое он может получить достаточно легко. Долгая история проваленных денежных реформ в Аргентине дает основание для беспокойства, что песо будет девальвировано когда нынешний министр финансов, который участвовал в создании закона о конвертируемости, оставит свой пост. Наконец, Центральный Банк остается последним кредитором в критической ситуации для коммерческих банков. Если крупный коммерческий банк терпит крах, роль Центрального Банка как последнего кредитора может войти в противоречие с его обязательством держать резервы иностранной валюты, равные 100% денежной базы.

Аргентинские процентные ставки являются свидетельством недостаточного доверия к привязке песо к доллару США, и ощущения того, что обменный курс песо скорее искусственный, чем фиксированный. Песо испытало типичные для искусственного обменного курса трудности (см. главу 2). Спекулянты валютой начали атаку на песо 11 ноября 1992 года. Впервые со времени принятия закона о конвертируемости центральный Банк провел интервенцию на рынке обмена иностранной валюты, продавая доллары и покупая песо за счет своего излишка резервов иностранной валюты. Центральный Банк также прекратил давать займы банкам, которые хотели занять песо, чтобы купить доллары (Nash 1992). Как реакция на атаку на песо, процентные ставки на кратковременные депозиты в песо возросли с 15 до 85% годовых, в то время как процентные ставки на кратковременные долларовые депозиты в Аргентине остались на уровне около 7%. Доходы по долгосрочным песовым облигациям центрального банка возросли с 20 до 25% годовых, в то время как доходы по его долгосрочным долларовым облигациям остались на уровне

примерно 12,5%.[57] Долларовые депозиты и облигации подвержены такому же политическому риску и облагаются теми же налогами, что и депозиты и облигации в песо, поэтому более высокие процентные ставки на песо должны отражать ощутимый риск того, что песо будет девальвировано. Спекулятивная атака на песо оставила после себя большую, чем раньше, разницу между процентными ставками песо и доллара, усугубив трудности поддержания искусственного обменного курса.[58]

Эстонская денежная реформа 20-22 июня 1992 года заменила рубль новой валютой - эстонской кроной. Крона искусственно привязана к немецкой марке по среднему курсу 8 крон за одну марку. Обменный курс кроны может колебаться в пределах 3% по отношению к среднему курсу. Банк Эстонии не берет комиссионных сборов за обмен марок на кроны или наоборот (Law on the Security of the Estonian Kroon / Закон об обеспечении эстонской кроны). Жители Эстонии, которые были зарегистрированы властями (около 90% населения), могли обменять на кроны до 1500 рублей (приблизительно 12 долларов) по курсу 10 рублей за крону, что практически совпадало преобладающим курсом валютной биржи (около 75 рублей за марку). Предприятиям и банкам было разрешено обменять ограниченные количества рублевых банкнот в кроны по тому же курсу. Большинство рублевых зарплат, цен и долговых обязательств, включая сберегательные вклады частных лиц, были также обращены в кроны по курсу 10 рублей за крону. Суммы в банкнотах и монетах, превышающие 1500 рублей, было разрешено менять на кроны по курсу 50 рублей за крону до 1 июля, после чего обмен был прекращен. Депозиты, превышающие 50.000 рублей и вложенные после 1 мая, были временно блокированы, чтобы предотвратить обмен больших сумм в рублях на кроны со стороны приезжих. В ходе реформы постоянные жители Эстонии обменяли около 2,2 миллиарда рублей в банкнотах, что составило почти весь учтенный объем рублевых банкнот, находившихся в обращении в Эстонии. Сберегательные вклады частных лиц были обращены в кроны по курсу 10 рублей за крону, но не все депозиты предприятий были обращены по тому же курсу. Различие между деньгами в наличном и безналичном обороте было элиминировано. Сейчас крона является единственным легальным платежным средством в Эстонии. Как и немецкая марка, она имеет плавающий обменный курс по отношению к рублю (Eesti Pank 1992a; Hansson и Sachs 1992).

Банк Эстонии (Ээсти Панк) - это центральный банк, обязанный держать в золоте и активах в иностранной валюте сумму, равную 100% денежной базы, как и аргентинский центральный банк. Вскоре после денежной реформы резервы иностранной валюты Банка Эстонии превысили 100%. Большая часть резервов сложилась из платежей западных центральных банков, выплаченных в качестве компенсации за золото предыдущего Банка Эстонии, которое хранилось у них, но затем было выдано оккупационному советскому правительству в 1950-е годы. Другая часть сложилась из запасов иностранных банкнот, которые эстонцы добровольно обменяли на кроны (Bennett 1992: 3, 16-18).

Как и в Аргентине, институциональная защита обменного курса и нормы резерва в Эстонии слаба. Центральный банк не может девальвировать крону сам, но законодательные органы могут отдать ему распоряжение девальвировать крону. Советники эстонского правительства по денежной реформе охарактеризовали обменный курс как "искусственно поддерживаемый" (Sachs и Lipton 1992: 34), а не фиксированный, и директор центрального банка был обеспокоен тем, что ему придется девальвировать крону, если эстонский парламент установит высокую минимальную заработную плату (FBIS 1992q).

В отличие от Аргентины, Эстония не имеет долгой истории неудачных денежных реформ во время ее существования как независимой страны. Однако, как и в Аргентине, существует потенциальный конфликт между требованием, чтобы "валютный департамент" Банка Эстонии хранил резервы иностранной валюты в размере 100% денежной базы, и обязательством "банковского департамента" быть последним кредитором в критической ситуации для

---

[57] Эти сведения были нам сообщены Friedberg Commodity Management, Inc.

[58] Мы предлагали валютный фонд для Аргентины в публикации, написанной перед денежной реформой в апреле 1991 года (Hanke и Schuler 1991d). Спекулятивная атака на песо в ноябре 1992 года усилила аргументы в пользу замены Центрального Банка валютным фондом.

коммерческих банков. Предполагалось, что "банковский департамент" дает в долг только те резервы, которые не требуются "валютному департаменту". До сих пор обязательство соблюдалось, несмотря на крах трех крупных эстонских коммерческих банков 17 ноября 1992 года (FBIS 1992v).

Крона является полностью конвертируемой при сделках с текущим счетом. С начала 1993 года она также стала конвертируемой при большинстве сделок со счетами основных капиталов. Сотрудники Банка Эстонии сообщили нам, что в основном контроль над основными капиталами, существовавший ранее, стал простой формальностью. Иностранная валюта, заработанная эстонцами, обязательно должна конвертироваться в кроны (Eesti Pank 1992b). Значительный риск девальвации, риск, связанный с крахом коммерческих банков, и отсутствие опыта у правовой системы в отношении ведения дел о банкротстве, - это некоторые из факторов, которые определяют процентные ставки по краткосрочным займам в 50-60% годовых, по сравнению с преобладающим по займам курсом в 11%, существующим в Германии, резервной стране Эстонии. Процентные ставки по краткосрочным депозитам составляют 30% годовых (Bennett 1992: 7, 10, 21). Инфляция в Эстонии также гораздо выше, чем в Германии, по причинам, объясняемым ниже в этом разделе.

В начале 1992 года, перед эстонской денежной реформой, мы написали небольшую книгу под названием "Monetary Reform for a Free Estonia" ("Денежная реформа для свободной Эстонии") (Hanke и др. 1992b), которая была также опубликована в эстонском переводе (Hanke и др. 1992a). В книге объяснялось, как основать валютный фонд как эмитента параллельной рублю валюты. В нее также были включены некоторые замечания по поводу превращения центрального банка в валютный фонд. Мы предлагали сделать шведскую крону резервной валютой, так как представляли себе, что Швеция даст Эстонии резервы иностранной валюты для основания валютного фонда, возможно даже в форме дара, а не займа. Мы полагали, что обменный курс между шведской и эстонской кронами будет действительно фиксированным и что валютный фонд не будет последним кредитором в критической ситуации для коммерческих банков. Шведская крона не была в качестве резервной валюты, лучшим выбором;

немецкая марка подошла бы больше, так как это наиболее устойчивая и широко используемая европейская валюта. Было, однако, сомнительно, что шведское правительство выступит гарантом резервов валютного фонда, основанного на марке. Процентные ставки по шведской кроне составляли в сентябре 1992 года 500%, в то время, когда Банк Швеции пытался, в конечном счете безуспешно, защитить искусственный обменный курс шведской кроны по отношению к экю. В последствии Банк Швеции отказался от искусственного обменного курса и сейчас шведская крона является плавающей валютой. Не учитывая короткий период спекулятивной давки на шведскую крону, номинальные процентные ставки шведской кроны были гораздо ниже, чем эстонской.

Идея валютного фонда произвела сильное впечатление на эстонское правительство. Она также произвела впечатление и на МВФ, который ранее советовал эстонскому правительству в течение одного-двух лет, до создания определенных "предварительных условий" для денежной реформы, не вводить новую валюту (Hansson и Sachs 1992: 2; сравним Olding-Smee 1992b).

Чтобы защитить предлагаемый эстонский валютный фонд от политического давления в сторону превращения его в центральный банк, мы предлагали, чтобы он работал в соответствии со строгим сводом правил, чтобы он был по закону независим от эстонского правительства, чтобы он хранил свои резервы в Стокгольме, вне пределов досягаемости эстонского правительства, и чтобы шведское правительство назначило директорами валютного фонда неэстонцев, которые имели бы право налагать вето на решения эстонских директоров.

Проведенная эстонская денежная реформа не включила в себя ни одного из этих компонентов. Банк Эстонии хранит 100%-ный резерв иностранной валюты, подобно валютному фонду, но в отличие от него плохо защищен от политического давления в сторону девальвации кроны; он поддерживает скорее искусственный, чем фиксированный обменный курс, что пока не позволяет кроне быть полностью конвертируемой в резервную валюту - немецкую марку.

Более того, курс, который использовало эстонское правительство для обращения рублей в кроны, был сомнительным. В нашей предыдущей книге в общих чертах говорилось, как можно вводить крону в качестве параллельной валюты, но также объяснялось, как провести конвертацию валюты способом, которым пользовалась Эстония. В случае с конвертацией валюты в книге подчеркивалась важность использования неограниченных обменных курсов как ориентира для установления фиксированного обменного курса с резервной валютой. Перед денежной реформой

в Эстонии, она имела советского типа систему контроля за валютным обменом, а не свободный рынок валютного обмена. Межбанковский обменный курс рубля отражал даже еще более широкий контроль над валютным обменом, чем тот, который существует для рубля сейчас. Обменный курс в 10 рублей за крону, использованный при проведении денежной реформы, снизил эстонские зарплаты и цены на торговые товары по сравнению с зарплатами и ценами в Германии. Как следствие этого, Эстония имеет более высокий уровень инфляции, чем Германия, со времени реформы, так как зарплаты и цены догоняют чисто рыночный уровень (FBIS 1992r, t). Этот период "преследования" может привести к политическому давлению с целью продолжения инфляции, если рост зарплат и цен достигнет такого пункта, что они временно превысят чисто рыночный уровень, из-за чего реальный обменный курс станет слишком высоким; эстонское правительство может тогда ответить девальвацией кроны.

Мы желаем успеха нынешним денежным системам Аргентины и Эстонии. Однако это не валютные фонды, поэтому ни их успехи, ни их неудачи не относятся к системе валютного фонда.

## ДРУГИЕ СЛУЧАИ

Помимо денежных систем Аргентины и Эстонии, некоторые другие денежные системы также ошибочно считаются системами валютных фондов. Среди них -денежные системы Сингапура и Брунея. (Мы сами в прошлом называли Сингапур и Бруней странами с нетрадиционными или модифицированными системами валютных фондов). Денежные учреждения Сингапура и Брунея хранят 100%-ные по отношению к денежной базе резервы иностранной валюты, но хранят не единственную валюту, а их "корзину", и не поддерживают фиксированного обменного курса с резервной валютой начиная с 1973 года. На практике сингапурский и брунейский доллары значительно поднялись в цене по отношению к доллару США (Lee 1986: 85-91, 150-65). Следовательно, несмотря на то, что исторически корни нынешних систем Сингапура и Брунея уходят в систему валютного фонда, и несмотря на существование органа, называющегося Сингапурский Валютный Фонд (на самом деле это выпускающее банкноты отделение Денежного Управления Сингапура), лучше всего, как кажется, классифицировать их как системы центральных банков, имитирующих такую черту системы валютного фонда, как наличие 100%-ного резерва иностранной валюты.

Другие системы центрального банка иногда ошибочно принимают за системы валютного фонда, потому что они хранят 100% резервов только по отношению к некоторым пассивам.[59] Если центральный банк обязан хранить 100% резервов иностранной валюты к банкнотам и монетам в обращении, но не к депозитам, он не является валютным фондом. Чтобы проиллюстрировать эту разницу, сравните диаграммы 4.5 и 4.6, где представлены балансы с гипотетическими цифрами, напомним, что в балансе, по определению, активы = пассивам + собственному капиталу. Для простоты предположим, что собственный капитал равен нулю. Отказываясь от обычного подхода, принятого в этой книге, предположим, что валютный фонд, подобно меньшей части существовавших в прошлом валютных фондов, принимает депозиты от коммерческих банков. Допущение, что валютный фонд принимает депозиты, упрощает записи баланса. Валютный фонд хранит 100% резервов иностранной валюты по отношению к своим депозитам и по отношению к банкнотам и монетам в обращении. Для валютного фонда не имеет особого значения, хранятся ли его массивы в форме банкнот и монет, или в форме депозитов. Важно то, что он хранит 100% резервов иностранной валюты по отношению ко всем пассивам, в какой бы форме они не выступали. Причины, по которым большинство валютных фондов только выпускают банкноты и монеты, но не принимают депозиты, восходят к их историческим особенностям, а не к коренным различиям между банкнотами и монетами, с одной стороны, и банкнотами и депозитами, - с другой, выступающими в качестве пассивов.

---

[59] Возможно, что валютный фонд может держать менее 100: резервов иностранной валюты, если норма резерва фиксирована и узаконена. В главе 9 мы объясняем, почему норма резерва, меньшая чем 100%, вероятно ослабит легитимность валютного фонда.

| **Диаграмма 4.5 Схема баланса центрального банка** | | | |
|---|---|---|---|
| Активы | | Пассивы | |
| Иностранные ценные бумаги | 150 | Банкноты и монеты | 150 |
| Отечественные ценные бумаги | 600 | Депозиты коммерческих банков | 600 |
| | | Собственный капитал | 0 |
| Всего | 750 | Всего | 750 |

| **Диаграмма 4.6 Схема баланса валютного фонда** | | | |
|---|---|---|---|
| Активы | | Пассивы | |
| Иностранные ценные бумаги | 750 | Банкноту и монеты | 150 |
| | | Депозиты коммерческих банков | 600 |
| | | Собственный капитал | 0 |
| Всего | 750 | Всего | 750 |

Иностранные ценные бумаги (резервы иностранной валюты) центрального банка на диаграмме 4.5 эквивалентны его банкнотам и монетам в обращении, а его общий объем ценных бумаг равен объему его банкнот и монет в обращении плюс к этому депозиты коммерческих банков. Однако это не делает центральный банк валютным фондом. Пассивы центрального банка, как и пассивы валютного фонда, который принимает депозиты, включают в себя как депозиты коммерческих банков, так и банкноты и монеты в обращении. Различные типы пассивов взаимозаменяемы; например, вклад в 1 рубль в центральном банке или в валютном фонде может быть обращен в одно-рублевую банкноту, выпущенную центральным банком либо валютным фондом.

Цель примера - показать, что имеет значение не норма иностранных ценных бумаг по отношению к банкнотам и монетам, а норма иностранных ценных бумаг по отношению ко всем пассивам. Чтобы проиллюстрировать это, предположим, что все депозиты в центральном банке на диаграмме 4.5 и в валютном фонде на диаграмме 4.6 были обращены в банкноты и монеты. Общие пассивы центрального банка и валютного фонда останутся неизменными на уровне 750 рублей. Центральный банк будет иметь 150 рублей в иностранных ценных бумагах и 750 рублей в банкнотах и монетах в обращении, создавая норму резерва в 20%. Валютный фонд, напротив, будет иметь 750 рублей в иностранных ценных бумагах и 750 рублей в банкнотах и монетах в обращении, создавая норму резерва в 100%. Чтобы превратиться в валютный фонд, центральный банк на диаграмме 4.5 должен увеличить свои запасы иностранных ценных бумаг до 750 рублей и продавать свои отечественные ценные бумаги, или поддерживать свои иностранные ценные бумаги на уровне 150 рублей и прекратить принимать депозиты от коммерческих банков.

В системе валютного фонда только пассивы валютного фонда должны быть обеспечены на 100% резервами иностранной валюты. Несколько стран с валютными фондами установили требования к резервам коммерческих банков. Коммерческие банки при системах валютного фонда зачастую хранят резервы всего в несколько процентов от стоимости депозитов, в противовес неверному мнению (Congdon 1985: 95), им нет необходимости хранить 100% резервы иностранной валюты. Также не является системой валютного фонда система, подобная Чикагскому Плану, предложенная экономистами Чикагского Университета в 1930-е годы (Simons 1934: 18, 25-6),

которая требует от коммерческих банков держать 100%-но резервы в отечественных правительственных ценных бумагах. Не является также системой валютного фонда система банка - склада золота, который запрещает коммерческим банкам инвестировать в доходные активы (Rothbard 1962).

В ответ на еще одно заблуждение скажем, что денежная система бывших французских колоний в Африке также не является системой валютного фонда. Бывшие колонии имеют общую валюту - франк африканского финансового сообщества. Эти страны разделены на две группы, каждая из которых имеет свой мультинационапьный центральный банк. Центральные банки обязаны держать резервы франка Франции в объеме не ниже 20 процентов от их общих пассивов, а не 100 процентов, как валютные фонды (Neurrisse 1987: 150). Они обязаны также вкладывать по крайней мере 65% их резервов иностранной валюты в Банк Франции, который платит проценты по этим депозитам и выполняет функцию надзора за зоной франка африканского сообщества. В отличие от валютных фондов, африканские центральные банки держат отечественные ценные бумаги, и их обменные курсы скорее искусственные, чем фиксированные по отношению к французскому франку, что проявляется в происходящих время от времени атаках на африканский франк со стороны валютных спекулянтов, вызванных слухами о девальвации (Boughton 1992: 35; Piot 1992). Более того, производится контроль над движением капитала (IMF 1992e: 570-75).

Мы уже подчеркивали недостаточность институциональной защиты правил, присущих валютному фонду, в системах центральных банков, которые имитируют черты системы валютного фонда. Многие валютные фонды, особенно в британских колониях, тоже не имели официальной защиты со стороны закона от изменений в правилах их работы. Однако они имели сильную неофициальную защиту. Большинство из них управлялось британскими или прошедшими обучение в Великобритании служащими, которые впитали в себя давнюю традицию честности в финансовых делах. Большинство валютных фондов британских колоний имели фиксированные обменные курсы с британским фунтом стерлингов, и британское правительство увольняло колониальных служащих, которые пытались девальвировать колониальную валюту по отношению к фунту. Аргентина и Эстония не являются колониями, они также не имеют сколь-либо продолжительных традиций честности в финансовых делах. Для них, как и для России, отсутствие неофициальной защиты делает особенно важным установление официальной законной защиты, такой, какую мы предлагали в нашей предыдущей книге для эстонского валютного фонда, и которую предлагаем в главе 6 и Приложении А этой книги для валютного фонда России. Центральный Банк России, имитирующий правила валютного фонда, навряд ли будет придерживаться их долгое время, так как эти правила редко строго выполняются; следовательно, центральный банк будет пользоваться низким уровнем доверия.

## КРАТКАЯ ИСТОРИЯ И ОЦЕНКА ВАПЮТНЫХ ФОНДОВ

Теперь настало время кратко резюмировать историю валютных фондов и указать, в какой степени она подтверждает правильность идеи создания валютного фонда в России. Резюме основывается на синтезе многих исследований.[60]

Примерно 70 стран имели валютные фонды; они перечислены в Приложении В. Первый валютный фонд был основан в 1849 году в британской колонии в Индийском океане - на острове Маврикий. Валютные фонды медленно распространялись примерно до 1900 года, когда несколько других британских колоний и Аргентина, независимая страна, основали валютные фонды. После 1900 года валютные фонды были выбраны в качестве денежной системы для британских колоний и некоторых независимых развивающихся стран. Валютные фонды достигли наибольшего распространения в 1950-е годы, когда значительная часть Африки, Карибских островов и Южной Азии имели валютные фонды.

---

[60] См.: Blowers и McLeod (1952), Caine (1950), Chalmers (1893), Clauson (1944), Crick (1965), Drake (1966, 1969), Edo (1975), Freris (1991), Ghose (1987), Greaves (1953), Jao (1974), Jao и King (1990), King (1957), Kratz (1966), Lee (1986), Lyones (1962), Nelson (1984), Newlyn и Rowan (1954), Sayers (1952) и Shannon (1951, 1952). Неопубликованные работы, в которых суммируются история системы валютного фонда - Schuler (1992b) и Schwartz (1992a).

В Восточной Европе существовало два валютных фонда. Российский валютный фонд существовал в северном регионе вокруг Архангельска и Мурманска в 1918-1989 годах и держал открытой свою контору в Лондоне до 1920 года. Он выпускал полностью конвертируемую валюту с фиксированным обменным курсом по отношению к британскому фунту стерлингов. Он продержался в Северной России до тех пор, пока большевики не захватили регион и не заменили рубль Северной России на неконвертируемый рубль (см. главу 9). Вольный город Данциг (сейчас это польский город Гданьск) имел валютный фонд с 1922 по 1923 год. Валютный фонд Данцига также поддерживал фиксированный обменный курс с фунтом стерлингов. В 1923 году Данциг по совету Лиги Наций основал центральный банк. Последующая история центрального банка ничем не примечательна. Оба валютных фонда Восточной Европы имели успех в поддержании конвертируемости во время их короткого существования.

Валютный фонд Северной России поддерживал конвертируемость в разгар гражданской войны; валютный фонд Данцига поддерживал конвертируемость несмотря на депрессию и гиперинфляцию в Германии, главном торговом партнере Данцига (Hanke и Schuler 1990).

Системы валютных фондов успешно стимулировали иностранные инвестиции. Многие страны благодаря валютным фондам сделали решительный шаг от примитивного состояния финансов к современным денежным системам, которые включают в себя сложные банковские операции и службы обмена валют. Инфляция в системах валютных фондов низка, что поощряет использование в сделках новую денежную единицу. Экономический рост удовлетворителен, а в некоторых случаях впечатляющ. Экспортная торговля осталась характерной чертой некоторых стран, которая появилась в годы существования там систем валютных фондов. Экспорт какао и орехов из Западной Африки, каучука и олова из Малайзии, текстильных изделий и финансовых услуг из Гонконга - все это получило развитие при валютных фондах.

Системы валютных фондов стабильны. Все валютные фонды успешно поддерживали фиксированные обменные курсы со своими резервными валютами, хотя в 1970-е годы некоторые валютные фонды перешли от фунта стерлингов к более стабильным резервным валютам (см. Приложение В).[61] В отличие от почти всех центральных банков, все валютные фонды, которые существовали во время Великой Депрессии, поддерживали фиксированные обменные курсы и не устанавливали контроль над валютным обменом. Старейший существующий валютный фонд на Фолклендских островах сохраняет фиксированный курс 1 фолклендского фунта стерлингов к одному британскому фунту стерлингов со времени его основания в 1899 году. Валютные фонды также помогли некоторым странам быстро оправиться от оккупации во время войны. Во время второй мировой войны Гонконг, Малайя и Филиппины, которые имели валютные фонды, были оккупированы японской армией. Японская армия выпускала оккупационные денежные единицы для замены банкнот валютного фонда, и создала командную экономику, во многом похожую на советскую. Подобно тому, как сейчас россияне хранят иностранные банкноты, во время войны жители оккупированных территорий продолжали хранить банкноты валютного фонда. Резервы иностранной валюты валютных фондов находились в резервных странах, Великобритании и Соединенных Штатах. Оккупационные денежные единицы испытывали сверхинфляцию и почти полностью обесценивались. После войны Великобритания восстановила власть над Гонконгом и Малайей, а Соединенные Штаты восстановили свою власть на Филиппинах. Британские и американские власти вновь быстро открыли конторы валютных фондов, что являлось частью общей стратегической линии на замену командных экономик военного времени на рыночные экономики, существовавшие перед войной. Валютные фонды вновь обеспечивали полную конвертируемость в свои резервные валюты с самого дня возобновления работы (King 1957: 23, 109).

---

[61] Восточно-карибское денежно-кредитное учреждение в действительности девальвировало восточно-карибский доллар примерно на 30%, когда в 1976 году перешло от фунта стерлингов к доллару США в качестве резервной валюты. Девальвация очевидно проводилась с целью повышения конкурентоспособности экспорта. Активов Восточно-Карибского Валютного Фонда было более чем достаточно для обеспечения смены резервной валюты без проведения девальвации.

Банкротство банков было редким явлением в системах валютных фондов. Фиксированные обменные курсы по отношению к резервной стране поощряли иностранные коммерческие банки, особенно находящиеся в этой резервной стране, к открытию филиалов. Их транснациональные сети филиалов позволяли им уменьшить риск, вкладывая в различные предприятия. Отечественные банки должны были быть сильными, чтобы выжить в условиях конкуренции со стороны иностранных банков. В системах валютных фондов терпели крах только некоторые маленькие коммерческие банки, и ущерб, который они наносили вкладчикам, был небольшим.[62]

Полная конвертируемость, присущая системе валютного фонда, была причиной оттока капиталов из некоторых систем валютных фондов во время периодов экономической или политической нестабильности. Однако отток капиталов в системах валютных фондов был небольшим по сравнению с оттоком капиталов в системах центральных банков, где существовала опасность установления контроля над валютным обменом. Системы валютных фондов испытывали серьезные нарушения в своих системах центральных банков. В среднем центральные банки проявили себя не лучше, чем система валютного фонда, в смягчении ударов по реальным обменным курсам или другим реальным ценам в экономической системе, хотя доказательных систематических исследований по этому вопросу не существует. Важным моментом, стимулирующим экономический рост в системе валютных фондов, было то, что полная конвертируемость стимулировала иностранных инвесторов к использованию возможности получить прибыль во время экономических спадов. Иностранные инвестиции помогали смягчать удары по реальным обменным курсам и другим реальным ценам в системах валютных фондов.

Несмотря на экономический успех систем валютных фондов, национальные правительства заменили большинство их на центральные банки в конце 1950-х - начале 1960-х годов. На некоторые правительства повлияли теоретические аргументы - такие, как то, что центральный банк может обеспечить экономический рост лучше, чем валютный фонд. В то время такие аргументы казались неотразимыми, а сейчас сказались ложными; наиболее важные из них приведены в главе 8. Большее значение, нежели теоретические аргументы против системы валютного фонда, имели политические факторы. Недавно освободившиеся страны основывали центральные банки, потому что система валютного фонда ассоциировалась с колониальным правлением, и потому что более старые и более развитые страны имели центральные банки. Центральный банк был символом независимости, как национальный флаг. Политические деятели некоторых недавно освободившихся стран возможно также чувствовали потенциальную политическую выгоду в существовании политизированного центрального банка.

Результаты деятельности центральных банков в бывших системах валютных фондов были плачевны. В среднем, инфляция стала выше и экономический рост ниже при системах центральных банков, чем при системах валютных фондов, которые они заменили, а также чем в их бывших резервных странах (Schuler 1992b: 202-3). Большинство центральных банков, которые заменили валютные фонды, наложили ограничения на конвертируемость своих валют.[63]

Классические валютные фонды существуют сегодня в Гонконге, на Гибралтаре, на Каймановых островах, на Фолклендских островах и на Фарерских островах. Модифицированная система валютного фонда с контролем над основными капиталами существует на Бермудах. Гонконг является наиболее населенным и экономически развитым государством из стран с системой валютных фондов: в Гонконге проживает 5,8 миллиона жителей. Несмотря на то, что его население меньше населения многих стран, Гонконг является экономическим гигантом: его ВВП в

---

[62] Международный Банк Торговли и Кредита (МБТК), основанный в Абу Даби, обанкротился в начале июля 1992 года. У него были отделения в Гонконге, а также во многих странах с системами центральных банков. Вкладчики в Гонконге, где банк имел активы, равные одному миллиарду долларов США, смогли в конце концов возвратить около 70% своих депозитов. МБТК - самый крупный банк, обанкротившийся при системе валютного фонда.

[63] В 1991 году только 11 из где-то 55 существовавших систем валютных фондов, перечисленных в отчетах МВФ, имели полную конвертируемость: Антигуа и Барбуда, Багамы, Бахрейн, Гамбия, Кувейт, Малайзия, Оман, Сейшельские острова, Сингапур, Объединенные арабские эмираты (IMF 1992e: 570-5).

1992 году составил 93 миллиард долларов - больше, чем ВВП любой восточно-европейской страны (Hong Kong 1992: 11). Успехи Гонконга в экономике хорошо известны. Гонконг вошел в число стран с наиболее быстрым экономическим ростом в мире, несмотря на отсутствие природных ресурсов; более того, он имел относительно низкий уровень инфляции. Статистические данные по остальным системам валютных фондов найти труднее, потому что это небольшие и малоизвестные страны. Как показывает перечень валютных фондов в Приложении B, в прошлом валютные фонды имели, однако, и некоторые крупные регионы. Некоторые британские колониальные валютные фонды били объединенными, обслуживая три и более колоний. Исторический опыт валютных фондов был удачным, если применять к нему некоторые критерии, которыми пользуются экономисты. Характеристики, описанные в главе 1 в качестве типичных для валютного фонда, действительно были таковыми. Реальное воплощение валютных фондов было близко к тому идеалу, ради которого их стремились основать, а именно - поддерживать полную конвертируемость в резервную валюту по фиксированному обменному курсу, в соответствии со строгими процедурными правилами. Исторический опыт подтверждает, что валютный фонд в России, если он будет основан способом, описанным в следующих двух главах, имеет высокую вероятность успеха.

## 5. КАК СОЗДАТЬ В РОССИИ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

Предлагаемый российский валютный фонд может быть образован путем превращения Центрального Банка России в валютный фонд, либо путем создания валютного фонда в качестве эмитента параллельной валюты, имеющей хождение наряду с валютой центрального банка. Оба подхода были использованы для валютных фондов в прошлом. В этой главе объясняется последовательность обоих подходов.

### КАК ПРЕВРАТИТЬ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИИ В ВАПЮТНЫЙ ФОНД

Если российское правительство хочет превратить Центральный Банк России в валютный фонд, что оно должно делать? Опыт валютных фондов в таких различных местах, как Палестина, Данциг и Филиппины, показал, что превратить центральный банк в систему валютного фонда административно очень просто (это может быть труднее сделать политически, следующий раздел касается этой проблемы). Этапы превращения следующие:

1. Передать другим органам все функции Центрального Банка России, кроме снабжения денежной базы. Например, министерство финансов может регулировать деятельность коммерческих банков и давать советы президенту по поводу финансов. Коммерческие банки могут заниматься платежной системой и обеспечивать страховую защиту взаимных депозитов. В главах 7 и 8 мы вернемся к этим моментам.

2. Разрешить на короткое время существование "чистого", неограниченного плавающего курса рубля. Обменный курс между резервной валютой и рублем должен быть подходящим. Переоцененный курс будет стоить российскому экспорту ухода с мировых рынков, в то время как недооцененный сделает импорт дорогим, затрудняя россиянам покупку иностранного оборудования и других товаров, необходимых для модернизации российской экономики. Лучшим индикатором подходящего обменного курса является неограничиваемый рыночный курс, который отражает спрос и предложение. Соответственно, первым шагом в фиксировании обменного курса рубля является разрешение плавающего обменного курса на короткое время. В отличие от имеющегося сейчас контролируемого плавающего курса рубля, предлагаемый здесь плавающий курс должен быть неограничиваемым. Не будет существовать никаких ограничений для обмена рублей на иностранную валюту по определяемым рынком плавающим обменным курсам. Однако, ограничения на обращение безналичных рублей в наличные должны существовать дальше, до тех пор пока правительство уничтожит различие между денежным обращением наличных и безналичных рублей. В то же время правительство не должно ограничивать неофициальное обращение безналичных рублей в наличные по плавающему обменному курсу. Реформа, уничтожающая различие между наличным и безналичным денежным обращением, может произойти перед или одновременно с основанием валютного фонда. В главе 7 ведется дальнейшее обсуждение уничтожения различия между наличным и безналичным денежным обращением.

Когда российское правительство разрешит плавающий курс рубля без ограничений, оно объявит свой выбор резервной валюты и дату установления фиксированного обменного курса. Целью такого объявления является уменьшение состояния неопределенности, которое, кроме всего прочего, может привести к недооценке рубля как средства сохранения стоимости. Период в не более чем 90 дней должен быть достаточным для примерного определения подходящего обменного курса. Плавающий курс должен четко отражать исключительно рыночные силы, в отличие от "грязного" плавающего курса, отражающего интервенции Центрального Банка России. Чтобы убедиться в чистоте курса, все существующие регуляторы валютного обмена, такие как требование обращать в рубли 50% доходов в иностранной валюте, должны быть отменены.

3. Сделать действия центрального банка "прозрачными" и предсказуемыми. В период неограничиваемого плавающего курса действия Центрального Банка России должны быть "прозрачными" и предсказуемыми, чтобы он не стал причиной роста дестабилизирующих неожиданных сюрпризов для обменных курсов. От центрального банка нужно требовать представления каждую неделю или даже каждый день отчетов о его деятельности и балансовых отчетов, В настоящее время центральный банк задерживает представление таких отчетов на месяцы. Еще один способ сделать деятельность центрального банка более прозрачной и

предсказуемой - это обязать его держать резервы иностранной валюты на 100% любого увеличения денежной базы после объявления правительством о денежной реформе.

4. Обратить некоторые необходимые резервы коммерческих банков (депозиты в Центральном Банке России) в банкноты и монеты валютного фонда или в иностранные ценные бумаги - в зависимости от того, что предпочтут коммерческие банки. Остальные резервы аннулировать. После этих действий депозитные пассивы Центрального Банка России прекратят свое существование. Как уже было отмечено, Центральный Банк России в настоящее время устанавливает требование 20% резервов для коммерческих банков. Не все депозиты коммерческих банков в центральном банке должны быть обязательно обращены в банкноты и монеты валютного фонда или в иностранные ценные бумаги. "Излишек" резервов будет аннулирован (конфискован) для того, чтобы избежать создания инфляции.

В последующей части этой главы обсуждается объем резервов коммерческих банков, которые могут понадобиться, а также как определить, какая часть резервов является лишней.

5. Установить фиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте. После того как исчезают депозитные пассивы Центрального Банка России, все, что осталось, - это выпускаемые им в обращение банкноты и монеты, а также собственный капитал; все это выступает в качестве пассивов; его резервы иностранной валюты и прочие авуары (например его филиалы) выступают в качестве активов. Другие его активы и пассивы будут распределены между коммерческими банками, переданы правительству, либо аннулированы. Чтобы превратить то, что осталось от Центрального Банка России, в валютный фонд, российское правительство должно теперь установить фиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте, выбранной на втором этапе. Одновременно правительство должно удостовериться, что резервные активы равны 100% по отношению к банкнотам и монетам валютного фонда, находящимся в обращении.

Когда наступит дата установления фиксированного обменного курса, российское правительство должно будет установить курс где-то на уровне текущего рыночного курса. Установление обменных курсов - это скорее искусство, чем наука; если существует неясность в отношении подходящего обменного курса, то лучше всего ошибиться в сторону его небольшой недооценки, чем небольшой переоценки по сравнению с уровнем текущих рыночных курсов, чтобы быть уверенным в том, что обменный курс не сделает цены на российский экспорт неприемлемыми для мировых рынков. Лучше начать с обменного курса, который приведет к конкурентоспособным ценам на экспортные товары, чем с обменного курса, который приведет к неконкурентоспособности экспорта.

Текущий дефицит допускается, если он сводится на нет увеличением иностранных инвестиций; чего российское правительство должно избегать, так это курса, который не обеспечивает достаточных доходов в иностранной валюте для оплаты внешнего долга правительства. Как показывает опыт возвращения Гонконга к системе валютного фонда в 1983 году, при установлении обменного курса существует диапазон выбора (см. Greenwood 1983b). Пока новый курс вызывает доверие и не выбран произвольно слишком высоким или слишком низким, экономика быстро сделает небольшие корректировки, необходимые для удобного приспособления к новому обменному курсу.

Альтернативный вариант установления обменного курса - это установить его немедленно, без периода плавающего курса, в соответствии с чисто рыночным курсом или намеренно заниженным курсом. Этот метод кажется нам неудачным, потому что при его применении не делаются попытки собрать информацию с рынка.[64]

Некоторые экономисты не верят в способность плавающего курса, даже если он "чистый", примерно указать подходящий обменный курс. Они предпочитают использовать для определения обменного курса статистические выкладки (Williamson 1992: 43-4). Но нет причины думать, что использование статистических выкладок для установления обменного курса будет более успешным, чем использование статистики планирования какой-либо другой экономической

[64] В некоторых более ранних работах мы утверждали, что обменный курс может быть установлен на уровне существующего на черном рынке, если состояние финансов столь плачевно, что необходима немедленная (фактически на следующий день реформа. Сейчас мы думаем, что вариант с параллельной валютой, который мы приводим ниже в этой главе, более эффективен при быстром введении твердой отечественной валюты.

деятельности. Подобные расчеты часто не имеют прямой связи со спросом и предложением. Недостатки статистических выкладок в определении обменного курса будут рассмотрены подробнее далее в этой главе.

6. Удостовериться, что резервы иностранной валюты равны 100% рублевых банкнот и монет в обращении. Валютный фонд должен начать с резервами иностранной валюты, равными 100% его банкнот и монет в обращении. (Если валютный фонд принимает депозиты, резервы иностранной валюты должны равняться 100% банкнот и монет в обращении, плюс депозиты). Разрешение фонду оперировать меньшей нормой резерва может создать возможности для фонда проводить денежную политику по своему усмотрению.

В последующей части этой главы описывается, как вычислить объем необходимых начальных резервов иностранной валюты и как получить эти резервы.

7. Перевести оставшиеся активы и пассивы Центрального Банка России в валютный фонд и открыть российский валютный фонд для деловой активности. В тот момент, когда российское правительство фиксирует обменный курс по отношению к резервной валюте, валютный фонд заменит центральный банк в качестве эмитента рублевых банкнот и монет и примет все оставшиеся активы и пассивы центрального банка. Центральный Банк России прекратит свое существование.

Мы предполагаем, что все этапы будут закончены в течение 120 дней со дня принятия решения об основании валютного фонда. Они могут занять даже ЗО дней. Исторический опыт показал, что денежная реформа обычно наиболее успешно способствует оздоровлению экономики, когда проводится быстро (см. Yeager и др. 1981: 42-3).

## АЛЬТЕРНАТИВА: ПРИМЕНЕНИЕ ПАРАЛЛЕЛЬНОЙ ВАЛЮТЫ

Попытки превратить Центральный Банк России в валютный фонд могут встретить политическое сопротивление. Центральный банк и зависимые от него в силу получения субсидий государственные предприятия имеют значительную политическую власть и могут сопротивляться денежной реформе, хотя их политическая власть будет слабеть при продолжении сверхинфляции. Превращение центрального банка в валютный фонд сразу лишает государственные предприятия и правительство возможности проводить инфляционную финансовую политику, причиняя им неудобства, так как они должны придерживаться жестких бюджетных ограничений. Есть ли возможность обойти потенциальные политические препятствия, связанные с затронутыми политическими интересами, и облегчить переход от высокой инфляции к низкой?

Да, есть. Это можно сделать с помощью основания валютного фонда, выпускающего параллельную валюту. Такой подход имел успех в России ранее в этом веке (см. главу 9). Повторяем, параллельная валюта - это такая валюта, которая широко циркулирует наряду с другой валютой при обменных курсах, определяемых рыночными силами. Параллельная валюта может иметь фиксированный, искусственный или плавающий курс по отношению к другой валюте, и может обращаться легально или нелегально.

В прошлом параллельные валюты были обычным делом. Многие страны имели в параллельном обращении золотые и серебряные, или серебряные и медные монеты (биметаллизм). Некоторые имели также параллельное обращение, скажем, банкнот и депозитов, обеспеченных золотом, и банкнот и депозитов, обеспеченных серебром (Schuler 1992a: 14, 20-2). Сегодня параллельные валюты обычны во многих пограничных районах, например, американский и канадский доллары вместе обращаются вдоль американо-канадской границы, хотя доллар США доминирует в Соединенных Штатах, а канадский доллар доминирует в Канаде. Заправочные станции, магазины и банки вблизи границы принимают обе валюты, это им легально разрешено делать. Обменный курс между долларом США и канадским долларом плавающий, хотя в прошлом он бывал также фиксированным или искусственным.

Параллельные валюты также обычны в странах со сверхинфляцией и неконвертируемыми валютами, таких как Россия. Доллар США и другие относительно стабильные иностранные валюты незаконно используются людьми, которые предпочитают их отечественной валюте. Это называют замещением валюты или долларизацией.[65] Сегодня в России доллар и немецкая марка являются

[65] Последние статьи о замене валюты см.: Revista de análisis económico 1992.

наиболее распространенными параллельными валютами. Их рыночные обменные курсы колеблются относительно друг друга и относительно рыночного обменного курса рубля.

Параллельные валюты имеют долгую историю, а сейчас они являются обычной практикой для многих россиян. Новым для читателей будет лишь объяснение здесь того, как валютный фонд, выпуская параллельную валюту, может реформировать российскую денежную систему.[66] В предлагаемой здесь системе параллельных валют рубль валютного фонда будет обращаться наряду с рублем центрального банка в качестве альтернативной, официально утвержденной отечественной валюты. Россия, следовательно, будет иметь две соревнующиеся отечественные валюты. Конкуренция со стороны валютного фонда вынудит центральный банк либо обеспечить рублю высокую ценность, сравнимую с рублем валютного фонда, либо отойти в сторону, так как россияне прекратят пользоваться рублями центрального банка.[67]

Некоторые западные экономисты подвергли критике предложения легализации параллельной валюты в России (Cooper 1991a: 131-2; 1991b: 312-14; Nuti 1991: 54-5; Williamson 1991b: 402-4). Их критика, однако, не имеет отношения к валютному фонду как эмитенту параллельной валюты. Основное критическое замечание по поводу легализации параллельной валюты состоит в том, что это ускорит инфляцию рубля центрального банка. Рубль центрального банка продолжает использоваться в основном из-за его поддержки правительством, в форме навязываемых законов о платежных средствах, которые делают его использование обязательным. Гарантируя равный законный статус рублю валютного фонда, можно значительно уменьшить стимул к хранению рублей центрального банка. Соответственно, часть людей прекратит хранить рубли центрального банка и вместо них будет хранить рубли валютного фонда. Поскольку спрос на рубли центрального банка уменьшится, обесценивание рубля центрального банка возрастет (скорость обращения рубля центрального банка также возрастет), если центральный банк не сократит денежную базу рубля центрального банка. Уменьшить денежную базу будет трудно по политическим причинам. Следовательно, инфляция рубля центрального банка будет ускоряться, вызывая усиливающийся сам по себе круг дальнейших сокращений спроса на рубль центрального банка. В конечном счете круг закончится гиперинфляцией рубля центрального банка, что лишит правительство сеньоража, получаемого от него. Гиперинфляция также углубит нынешний упадок российской экономики.

Такая критика страдает изъянами. Она предполагает, что россияне в настоящее время пользуются единственной валютой - рублем центрального банка. В действительности Россия уже имеет параллельную валюту - доллар США - и кроме того, еще много параллельных способов сохранения стоимости. Многие россияне хранят иностранные банкноты дома, а некоторые имеют депозиты в иностранной валюте за рубежом. Предприятия хранят в целях сохранения стоимости такие материалы, как кирпич; потребители хранят с теми же целями такие надежные потребительские товары, как водка. Следовательно, сегодня перед Россией стоит выбор не между наличием или отсутствием параллельной валюты, а между двумя ситуациями с параллельной валютой. Единственный вопрос, который нужно решить, - будет ли параллельная валюта циркулировать нелегально наряду с рублем центрального банка, как это сейчас делает доллар США, или же это будет легальный рубль валютного фонда, который мы предлагаем.

Неясным остается, уменьшит ли существование параллельного рубля валютного фонда спрос на рубль центрального банка, даже если центральный банк продолжит увеличивать денежную базу своего рубля так же быстро, как раньше. Во многих случаях легализация параллельной валюты приводила к последствиям, которых опасаются критики, но в одном конкретном уместном здесь примере - во время советской денежной реформы 1920-х годов - новая параллельная

---

[66] Walters (1992b) также является сторонником параллельной вапюты, выпрускаемой российским валютним фондом. Selgin и Schuler (1990), а также Schuler и др. (1991) предлагают Литве основать валютный фонд, чтобы выпускать параллельную рублю валюту. Hanke и др. (1992a, 1992b) сделали тоже для Эстонии (см. главу 4).

[67] Обычньїй финансовый анализ, который применяется в соответствии с количественной теорией денег, неприменим для системы параллельных валют. По экономике параллельных валют см.: Hayek (1978) и Vaubel (1978). (Ранее Hayek [1937: 91-2] защищал вариант системы валютного фонда.

выпускаемая в стране валюта увеличила спрос на существовавшую ранее валюту. Перед тем как новая валюта (червонец) была введена, люди, которые желали обменять существовавшую ранее валюту (совзнак) на более стабильную, должны были из-за этого нелегально покупать иностранную валюту. Черные рынки иностранной валюты существовали только в нескольких городах. Однажды приобретя иностранную валюту, люди были озабочены тем, каким образом ее истратить, с одной стороны они боялись, что не смогут легко приобрести еще иностранной валюты, с другой - боялись преследований со стороны властей. В результате иностранная валюта использовалась в основном как средство сохранения стоимости, и в Советском Союзе продолжало отсутствовать адекватное и легальное средство обмена. Червонец заполнил этот вакуум в качестве средства обмена при крупных сделках, однако совзнаки продолжали использоваться для мелких сделок, так как выпуск червонцев был сначала ограничен большими номиналами. Червонец также конкурировал с иностранной валютой и золотом в качестве средства сохранения стоимости и единицы счета. Так как комбинация червонца и совзнака выполняла все три функции денег удовлетворительно, и в силу того, что люди могли легально обменивать совзнаки на червонцы по рыночным курсам в любое время, спрос на червонцы вел к увеличению спроса на совзнаки. Получать зарплату в совзнаках стало не так невыгодно, как раньше, так как люди могли легко обменивать совзнак на червонец во многих местах по всему Советскому Союзу. Совзнак и червонец в комбинации забрали у иностранной валюты и золота три функции денег. Инфляция совзнака позднее увеличилась, но причиной этого было настойчивое желание правительства печатать все возрастающее количество совзнаков, а не существование червонцев (см. главу 9; Auerbach и др. 1992: 19-23; Rostowski 1992: 95-6; Rostowski и Shapiro 1992: 17, 29).

Однако предположим, что в отличие от советской денежной реформы 1920-х годов, существование рубля валютного фонда сокращает спрос на рубли центрального банка, как это утверждают критики. Сильная отечественная валюта вытеснит слабую из обращения, как это случилось при валютном фонде в Северной России в 1918-1919 годах и при советской денежной реформе 1920-х годов. Инфляция рубля центрального банка вырастет и сеньораж с рубля центрального банка прекратит поступать. Но рубль валютного фонда позволит российскому правительству вновь собирать часть этого сеньоража, так же, как ныне утерянный сеньораж с Федеральной резервной системы США и немецкого Бундесбанка, и даже с производителей кирпичей и водки.

Что еще более важно, рубль валютного фонда в значительной мере компенсирует неэффективность экономики, возникшую из-за сверхинфляции. Используя рубль валютного фонда, россияне смогут избежать нарушений экономической деятельности, причиной которых является то, что рубль центрального банка сейчас неудовлетворительно выполняет функции средства сохранения стоимости, обмена и единицы счета (Auerbach и др. 1992: 11-198; Rostowski 1992: 94-101). Критика параллельной валюты другого рода имеет отношение к доверию. Уровень доверия к параллельной валюте будет низким, если Центральный Банк России или министерство финансов выпустит ее слишком много, что и предполагают некоторые российские экономисты (Kazmin и Tsimailo 1991). Тогда не будет оснований доверять новой параллельной валюте, так как она станет объектом такого же политического давления, как и существующая валюта. Низкий уровень доверия к такой параллельной валюте приведет к тому, что она не сможет остановить инфляцию, не причиняя большого ущерба экономике.

Однако параллельная валюта, выпущенная валютным фондом, будет пользоваться большим доверием, чем та, что выпущена Центральным Банком России или Министерством финансов России. Например, валютный фонд Северной России пользовался полным доверием, даже несмотря на то, что дальнейшее существование правительства Северной России представлялось сомнительным. Доверие к предлагаемому российскому валютному фонду будет исходить из его характеристик типичного валютного фонда и некоторых дополнительных черт, приводимых в следующей главе.

В отличие от критиков легализации параллельной валюты в России, мы мало озабочены судьбой рубля центрального банка при рассматриваемом подходе. Если Центральный Банк России перестанет быть эмитентом валюты, - прекрасно; он прекратит оказывать воздействие на российскую экономику, и экономика от этого только выиграет. Остальные его функции могут быть поручены другим правительственным органам, отданы в частные руки, или отменены (см. главу 7). Если конкуренция со стороны валютного фонда вынудит центральный банк изменить свое поведение и рубль центрального банка останется в качестве валюты, менее подверженной

инфляции, чем сейчас, - это тоже прекрасно. В любом случае Россия будет иметь по крайней мере одну твердую отечественную валюту. Твердая отечественная валюта поможет российской экономике, как это было после денежной реформы в 1920-х годах.

Настоящей конкуренция между рублем центрального банка и рублем валютного фонда станет в случае, если обеим валютам будет разрешено законом выполнять одинаковые функции. Если рублю валютного фонда вначале не придадут статус легального платежного средства наряду с рублем центрального банка, или если банкноты и монеты валютного фонда будут выпускаться только крупного достоинства, конкуренция будет неравной и спрос на рубль центрального банка будет больше, чем это было бы в другой ситуации. Чтобы воспользоваться в полной мере всеми выгодами использования рубля валютного фонда в качестве параллельной валюты, российское правительство не должно ограничивать конкуренцию рубля валютного фонда и рубля центрального банка.

## КАК СОЗДАТЬ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД В КАЧЕСТВЕ ЭМИТЕНТА ПАРАЛЛЕЛЬНОЙ ВАЛЮТЫ

Валютньїй фонд может быть основан в качестве эмитента параллельной валюты путем нижеследующих шагов, на которые должно пойти не более 60 дней. Валютный фонд Северной России, описанный в главе 9, был основан как раз через 11 недель после того, как был впервые предложен, несмотря на гражданскую войну и опору на менее быстрые средства транспорта и коммуникации, чем существуют сегодня.

1. Попучить начальные резервы иностранной валюты для российского валютного фонда. Следующие два раздела описывают, как вычислить объем начальных резервов иностранной валюты, необходимых валютному фонду, и как получить эти резервы.

2. Сделать рубль валютного фонда законным платежным средством для уплаты налогов и долговых обязательств частных лиц. Рубль валютного фонда должен быть сделан разрешенной законом валютой для уплаты налогов и долгов частных лиц. Однако рубль валютного фонда нельзя насильно навязывать в качестве средства для уплаты частных долгов, то есть россиянам должно быть разрешено заключать контракты и совершать платежи в рублях центрального банка или в других валютах по желанию обеих сторон, заключающих контракт или совершающих платежи.

3. Выпустить объем рублей валютного фонда, равный начальным резервам иностранной валюты. Валютный фонд с самого начала будет иметь 100%-ные резервы иностранной валюты. Он не будет выпускать больше рублей валютного фонда, чем составляет стоимость его резервов иностранной валюты.

4. Ввести рубли валютного фонда в обращение, желательно путем распределения между всеми жителями России согласно хорошо отработанному плану. Номинальный обменный курс между резервной валютой и рублем валютного фонда может быть любым, поскольку реальная сумма рублей валютного фонда не превышает резервы иностранной валюты валютного фонда. Предположим, что резервной валютой является доллар США, и валютный фонд имеет 1,5 миллиарда долларов резервов. Он выпустит 1,5 миллиарда рублей, если обменный курс равен 1 рубль валютного фонда за 1 доллар, или 150 миллиардов рублей, если обменный курс составляет 100 рублей валютного фонда за 1 доллар. В обоих случаях сумма выпущенных рублей валютного фонда равна 1,5 миллиарда долларов. Обменный курс 1:1 кажется наилучшим, так как делает расчеты при обмене очень простыми.

Теперь валютный фонд откроет систему параллельной валюты, распространяя рубли валютного фонда до уровня 1,5 миллиарда долларов. В реальности распространение может осуществляться различными способами. Самый легкий способ - дать каждому жителю одинаковую сумму банкнот и монет валютного фонда в качестве единовременной субсидии. Так как население России составляет около 150 миллионов человек, 1,5 миллиарда будут означать 10 долларов на человека. Для западного европейца или американца 10 долларов - маленькая денежная сумма, но для среднего россиянина, учитывая текущие обменные курсы, это заметная сумма.

Валюта также может быть роздана на каждую семью, или в соответствии с разнообразными градациями: например, сумма, эквивалентная 15 долларам, - первому лицу каждой семьи, 10 долларов - на каждого следующего взрослого и 5 долларов на каждого ребенка.

Для предотвращения мошенничества российское правительство может принять предосторожности, схожие с теми, которые оно и другие правительства, принимает для

предотвращения фальсификации выборов. Россияне, получившие свою долю рублей валютного фонда, возможно будут получать штамп в удостоверениях личности, либо оставлять отпечатки пальцев. Распространение валюты должно проводиться одновременно по всей России и за короткий срок.

Другой способ введения рублей валютного фонда в обращение - через правительственные расходы. В этом случае начальные резервы валютного фонда будут выступать скорее как займ российскому правительству, нежели займ отдельным россиянам. Разрешение правительству вводить рубли валютного фонда в обращение может временно уменьшить его бюджетный дефицит, но это также вызовет соблазн сначала распределять рубли валютного фонда за взятки избранным персонам. Выдавая каждому жителю России некоторое количество рублей валютного фонда, можно избежать недовольства, обычного в отношении ныне существующих правил, когда правительство облегчает элите доступ к иностранной валюте.

5. Разрешить рублю валютного фонда циркулировать в качестве параллельной с рублем центрального банка валюты, по обменному курсу, определенному рыночными силами. После выполнения предыдущих шагов, рубль валютного фонда будет обращаться наряду с рублем центрального банка. Никого не будут принуждать к использованию рублей валютного фонда. Большая часть российской экономики будет использовать рубль валютного фонда как средство обмена, сохранения стоимости и единицы счета, так как рубль валютного фонда будет более стабилен, чем рубль центрального банка. Делом отдельных предприятий и частных лиц будет решать, хотят ли они платить и принимать платежи в рублях валютного фонда или в рублях центрального банка. Коммерческие банки также должны будут решить, разрешат ли они вкладчикам обратить имеющиеся депозиты в рублях центрального банка в рубли валютного фонда.

Предлагаемые действия предполагают, что рынок обмена не будет подвергаться ограничениям, поэтому россияне смогут обменивать любую сумму рублей центрального банка на рубли валютного фонда или наоборот, - по рыночному курсу. Следовательно, не будет неудобств при использовании обоих типов рублей в качестве средства обмена, платежи будут совершаться при помощи как одного, так и другого.

Центральный Банк России будет вынужден сделать свой рубль достаточно твердым, чтобы он выдерживал конкуренцию со стороны рубля валютного фонда, или банк потеряет свое значение как эмитент валюты. Мы думаем, что когда реальный объем банкнот и монет центрального банка станет составлять менее 10% от всей отечественной валюты, находящейся в обращении, Центральный Банк России должен быть закрыт. К тому времени политические силы, поддерживающие Центральный банк, уже будут слабыми.

Если рубли валютного фонда вводятся прежде всего для распределения между жителями России, а не для предоставления их российскому правительству, правительство какое-то время будет продолжать совершать платежи в рублях центрального банка, так как у него не будет рублей валютного фонда. Если правительство желает получать рубли центрального банка через налоги, оно должно обеспечить отсутствие привилегий для рублей центрального банка в правилах бухгалтерского учета. Например, предположим, налогоплательщик оценивает налоги с 100.000 рублей центрального банка 31 декабря, а заплатить налоги он должен до 31 января. Предположим также, что один рубль валютного фонда, чья реальная стоимость остается стабильной, 31 декабря равен 1000 рублей центрального банка, но 31 января - уже 2000 рублей центрального банка. Если налогоплательщик имеет возможность выбора платить любым типом рубля, он заплатит в рублях валютного фонда только в том случае, если он может использовать обменный курс на 31 января. Если он должен пользоваться обменным курсом на 31 декабря, его реальные налоги возрастут вдвое, если он будет платить в рублях валютного фонда, а не в рублях центрального банка. В этом случае он заплатит в рублях центрального банка и правительство не получит рублей валютного фонда.

Если правительство некоторое время использует при платежах обе валюты и если рубль центрального банка продолжает обесцениваться, правительству нужно будет изобретать правила использования комбинации валют. Простое правило - небольшие платежи совершаются только в рублях центрального банка, крупные платежи - только в рублях валютного фонда. Размер платежей, считающихся "крупными", может уменьшаться до нуля, по мере того, как правительство накапливает все больше рублей валютного фонда. Люди, получающие выплаты от государства, будут испытывать меньше неудобств, получая плату в банкнотах центрального банка, а не в

банкнотах валютного фонда, если правительство приведет эти выплаты в соответствие с рыночным обменным курсом рубля центрального банка к рублю валютного фонда.[68] Для двух типов рублей будет существовать неограничиваемый рынок обмена, поэтому люди смогут обменять свои рубли центрального банка немедленно, как только захотят.

## КАК ВЫЧИСЛИТЬ НАЧАЛЬНЫЙ РЕЗЕРВ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ ДЛЯ ВАЛЮТНОГО ФОНДА

Какой объем начальных резервов иностранной валюты нужен валютному фонду? Частично ответ зависит от того, каким образом был основан валютный фонд. Если в валютный фонд был превращен Центральный Банк России, вся рублевая денежная база (кроме "избыточных" резервов, рассматриваемых ниже) потребует 100% обеспечения резервами иностранной валюты. Если валютный фонд является эмитентом параллельной валюты, начальные резервы иностранной валюты могут быть меньше.

Предположим для начала, что Центральный Банк России превращен в валютный фонд. Резервы иностранной валюты, которые нужны системе валютного фонда, будут зависеть от размера денежной базы и обменного курса по отношению к резервной валюте. Их размер также будет зависеть от того, примет ли валютный фонд на себя ответственность за все рублевые банкноты и монеты, находящиеся в обращении, в том числе и в других бывших советских республиках. Если валютный фонд отвечает только за рублевые банкноты и монеты, циркулирующие в России, его резервы иностранной валюты будут соответственно меньше.

Денежная база в России включает в себя рублевые банкноты и монеты в обращении (хранящиеся в коммерческих банках, так и у частных лиц) и депозиты коммерческих банков в Центральном Банке России. Рублевые банкноты и монеты в обращении должны будут быть обеспечены на 100% резервами иностранной валюты в системе валютного фонда. Как объяснялось ранее в этой главе, не все рублевые резервы коммерческих банков должны быть обращены в банкноты и монеты валютного фонда или в иностранные ценные бумаги, но они должны быть обеспечены на 100% резервами иностранной валюты. В настоящее время коммерческие банки не могут использовать обязательные для них резервы, например, уменьшить их с 25 до 18% во время выплаты долгов другим банкам. Использовать можно только ту часть резервов, которая находится за отметкой в 20%, поэтому коммерческий банк с 25% резервов имеет для использования только 5% депозитов.

В системе валютного фонда правительство не должно устанавливать требований к резервам. Коммерческие банки должны сами определить свои нормы резервов в соответствии со своими представлениями об их различных размерах (см. главу 7), как это происходило в большинстве систем валютных фондов. В современных банковских системах, не имеющих требований к резервам, коммерческие банки обычно держат резервы в размере всего нескольких процентов. Примитивная банковская технология в России заставит поначалу российские коммерческие банки поддерживать более высокие резервные нормы, чем у банков в современных банковских системах, не имеющих требований к нормам резервов. Чтобы обеспечить российские коммерческие банки резервами более чем адекватными, предположим, что коммерческие банки в России должны иметь резервы в 10% от депозитов (это те размеры, которые будут иметь банки после их возможного перепрофилирования в соответствии с процедурами, описанными в главе 7). Нормы, которые будут использоваться в действительности, если российское правительство выберет данный подход, требуют более детального рассмотрения, для которого здесь недостаточно места.

После того как в системе российского валютного фонда больше не существует требований к резервам, все резервы коммерческих банков, оставшиеся после денежной реформы, могут использоваться. Разрешение всем текущим резервам становиться резервами для пользования при системе валютного фонда не исключает риска возобновления инфляции, однако, так как по меньшей мере половина текущих резервов избыточна, банкам не нужно гарантировать конвертируемость своих депозитов в банкноты и монеты валютного фонда. Излишек резервов

[68] Получать платежи в рублевых чеках центрального банка будет невыгодно, если платежная система России останется неэффективной.

станет базисом для увеличения банковских займов и, следовательно, для увеличения цен отечественных товаров, сходным с представленным на диаграмме 4.1. В конечном итоге российская экономика достигает нового, более высокого уровня чисто рыночных цен, однако одновременно нежелательное влияние будет оказывать инфляция.

Если Центральный Банк России превращен в валютный фонд, то объем начальных резервов иностранной валюты, необходимый для системы валютного фонда, равен сумме рублевых банкнот и монет в обращении плюс 10% рублевых депозитов, разделенной на обменный курс рубля по отношению к единице резервной валюты. Определять, какой обменный курс использовать в вычислениях, трудно, так как не существует легального неограниченного рынка рублей. Однако, в первом приближении, биржевой курс рубля кажется наиболее подходящим для вычисления стоимости рубля в иностранной валюте. Биржевой курс, хотя он и контролируется, ближе всего в России к неограниченному рыночному курсу. С одной стороны, на неограниченном рынке рубль может цениться даже ниже, так как ограничения удерживают людей от продажи, а не от покупки рублей. С другой стороны, объявление об основании валютного фонда увеличит доверие к рублю и, следовательно, спрос на него. Трудно оценить силу влияния этих противоположных факторов на спрос на рубли. На время представим, что они уравновешивают друг друга и что неограниченный рыночный обменный курс равен биржевому курсу.

Теперь мы готовы вычислить начальные резервы иностранной валюты, необходимые, когда центральный банк превращен в валютный фонд. В декабре 1992 года, ближайшем месяце, по которому, когда мы писали эту книгу, имелись полные статистические данные (Центральный Банк России не публиковал периодических статистических данных), наличность вне банков[69] составляла 1650 миллиардов рублей, рублевые депозиты - 5450 миллиардов рублей, а биржевой обменный курс составлял 414,50 рублей за доллар США. Резервы иностранной валюты, покрывающие 100% наличности вне банков, должны быть, следовательно, равны 100% от 1650 миллиардов рублей из расчета 414,50 рублей за доллар, или примерно 3,9 миллиарда долларов. Резервы иностранной валюты, покрывающие 10% рублевых депозитов, - это 10% от 5450 миллиарда рублей, деленных на 414,50 рублей за доллар, или около 1,3 миллиарда долларов. В соответствии с этими вычислениями, резервы иностранной валюты, необходимые системе валютного фонда, составляют около 5,2 миллиарда долларов.[70]

Служащие Центрального Банка России и некоторые экономисты утверждали, что биржевой курс значительно недооценивает рубль. Они предпочитают использовать статистические оценки или более доказательные калькуляции для определения, каким должен быть обменный курс рубля. В сентябре 1992 года, когда биржевой курс рубля превысил 200 рублей за доллар США, президент центрального банка подсчитал, что покупательная способность рубля соответствовала курсу в 15-27 рублей за доллар, и отметил, что он предпочел бы установить обменный курс рубля на этом уровне, или, возможно, на уровне 60 рублей за доллар, с целью поощрения экспорта (FBIS 1992f). Использованию фундаментального равновесия обменного курса в качестве альтернативного метода для определения обменного курса отдавалось предпочтение как возможной основе для установления обменного курса рубля со стороны Стэнли Фишера (Fischer 1992: 93) и даже Мирового Банка (World Bank 1992b: 30). Вероятно, с помощью наиболее надежных вычислений определения обменного курса рубля Джон Уильямсон, известный критик идеи основания валютных фондов в бывшем Советском Союзе, вычислил, что для основания валютных фондов по всему бывшему Советскому Союзу понадобятся резервы иностранной валюты в размере от 50 до 100 миллиардов долларов (Havrylyshyn и Williamson 1991: 40; Williamson 1992: 27). Согласно Уильямсону для валютного фонда в России понадобится резервов иностранной валюты в размере от 30 до 60 миллиардов долларов.

Детали этих статистических или умозрительных подсчетов не важны для этой дискуссии. Важно то, что согласно всем этим прикидкам, необходимые российскому валютному фонду

---

[69] О наличности, которую держат банки, никаких статистических данных не публиковалось, однако в любом случае ее должно быть немного.

[70] Мы делали похожие подсчеты и ранее (Hanke и Schuler 1991b: 25). В этих расчетах безналичные рубпи были приравнены к наличным.

резервы иностранной валюты гораздо больше, чем приводимые в наших вычислениях. Следовательно, мы должны объяснить, почому биржевой обменный курс рубля лучше, чем статистические или умозрительные прикидки, подходит для определения примерного обменного курса неограничиваемого рынка.

Недостаток статистических или умозрительных расчетов состоит в том, что они относятся к рублю только как к средству обмена, не учитывая такую функцию денег, как сохранение стоимости. Понятию "доверие" нет места в статистических или умозрительных расчетах, в то время как для обменных курсов рынка доверие - это один из ключевых факторов. Именно полная потеря доверия к рублю и его замена товарами и иностранной валютой в качестве средств сохранения стоимости, определили его рыночную стоимость как на контролируемом биржевом рынке, так и на неофициальном (черном) рынке, которая так отличается от статистических или умозрительных расчетов его стоимости. Использование статистических или умозрительных расчетов в установлении обменного курса предполагает, что рубль пользуется таким же доверием, как полностью конвертируемая иностранная валюта. Однако пока Центральный Банк России будет оставаться эмитентом рубля, рубль не будет пользоваться доверием, и установление обменного курса на уровне предлагаемых статистическими или умозрительными расчетами, приведет к сильной переоценке рубля, что явится причиной дальнейшей утечки капиталов из России.[71]

Несмотря на это, предположим, что статистические или умозрительные расчеты обменного курса имеют ценность при вычислении начальных резервов иностранной валюты, необходимых валютному фонду. Предположим также что предстоящее превращение центрального банка в валютный фонд повысило доверие к рублю настолько, что во время периода плавающих обменных курсов (второй этап плана) обменный курс рубля поднялся по сравнению с биржевым курсом на гораздо более высокий уровень, и объем резервов иностранной валюты, необходимых для системы валютного фонда, увеличился с 5,2 миллиарда долларов по нашим подсчетам, до 30 миллиардов долларов, согласно подсчетам Уиальямсона. В следующей части объяснено, как российское правительство может получить даже такой большой объем начальных резервов иностранной валюты Однако перед этим разрешите нам подсчитать начальные резервы иностранной валюты, которые будут нужны системе валютного фонда в случае, ( валютный фонд основан в качестве эмитента параллельной валюты, а не то когда Центральный Банк России превращен в валютный фонд. Ответ состоит в том, что определять объем начальных резервов тогда не нужно, так как валютный фонд не будет обеспечивать денежную базу рубля центрального банка. Все банкноты и монеты валютного фонда, находящиеся в обращении, должны быть обеспечены на 100% резервами иностранной валюты, но начинать фонд может с любого начального объема резервов, какой он получит. Начального объема резервов должно быть достаточно для того, чтобы показать россиянам, что валютный фонд является важным институтом. Начальных резервов на 1,5 миллиарда долларов должно быть вполне достаточно. Если валютный фонд может получить большие резервы, - тем лучше. Заметьте, что при подходе с параллельной валютой, коммерческим банкам вообще не дают начальных резервов иностранной валюты. Если они хотят предлагать депозиты в рублях валютного фонда, им нужно покупать банкноты и монеты валютного фонда или активы в резервной валюте для создания своих резервов.

## КАК ПОПУЧИТЬ НАЧАЛЬНЬЇЕ РЕЗЕРВЫ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ ДЛЯ ВАЛЮТНОГО ФОНДА

Когда объем резервов иностранной валюты, необходимый валютному фонду, вычислен, как может валютный фонд их получить? Расчеты в предыдущей части показали, что необходимые резервы иностранной валюты составляют 5,2 миллиарда долларов, если Центральный Банк России превращен в валютный фонд, или 1,5 миллиарда долларов, если валютный фонд основан в качестве эмитента параллельной валюты. При первом варианте чистый объем резервов, необходимых валютному фонду, будет равен общему объему минус существующие резервы иностранной валюты. Существующие резервы Центрального Банка России судя по всему составляют несколько сотен миллионов долларов, поэтому чистый объем необходимых

[71] О трудностях вычисления паритета покупательной силы, см.: Officer (1982:5-12, 119-37). О трудностях вычисления базового обменного курса при равновесии, см.: Williamson (1991b: 397).

валютному фонду начальных резервов будет, возможно, почти таким же, как общий объем. При варианте с параллельной валютой чистый объем необходимых валютному фонду начальных резервов будет равен общему объему, так как Центральный Банк России будет продолжать существовать и валютный фонд не получит от него резервов.

В обоих случаях, поскольку резерву иностранной валюты так малы, валютному фонду потребуются дополнительные резервы для обеспечения своей валюты. Резервы иностранной валюты можно добыть из нескольких источников. Правительство может отдать в ренту или продать государственную собственность за полностью конвертируемую иностранную валюту. Соответственно, если валютный фонд превращается в центральный банк, правительство может сдать в аренду или продать государственную собственность за рубли и не выпускать эти рубли в обращение. (Это будет похоже на процесс, описанный в диаграмме 4.4, когда уменьшается денежная база и денежное снабжение вообще). Похожий метод был применен в Словении при приватизации квартир и введений словенского толара, новой валюты, заменившей югославский динар. Покупая квартиры, словенцы должны были платить толарами, и чтобы достать их, они должны были обменивать иностранную валюту, такую как немецкая марка и австрийский шиллинг, на толары. Сочетание приватизации и денежной реформы принесло иностранную валюту словенскому центральному банку (Pleskovic и Sachs 1992).

Другим возможным источником резервов является займ МВФ. Как было объяснено в главе 3, американское правительство предоставило права МВФ использовать недавнее увеличение американской квоты в МВФ для основания валютных фондов, если это одобряется МВФ. Чтобы держать российский валютный фонд "чистым", свод его правил должен запрещать принимать другие займы, кроме идущих на создание его начальных резервов иностранной валюты.

Если российский валютный фонд берет займ у МВФ, ему со временем нужно будет выплачивать долг. Даже если валютный фонд не будет иметь других начальных резервов, кроме займа МВФ, ему будет нетрудно выплатить долг по займу в течение 15-20 лет. Поскольку валютный фонд будет выпускать твердую валюту, россияне будут обменивать хранящиеся сейчас у них иностранные банкноты, и вместо них хранить банкноты и монеты валютного фонда. Так как валютный фонд будет способствовать оживлению российской экономики, общий спрос на отечественную валюту будет расти. Соответственно вырастет по сравнению с начальным уровнем циркуляция банкнот и монет российского валютного фонда, пропорционально вырастут его резервы иностранной валюты и сеньораж с резервов иностранной валюты. Основываясь на истории и текущем сравнительном анализе связи между доходами и обращением банкнот и монет в различных странах . [72] можно говорить о том, что обращение банкнот и монет при российском валютном фонде будет составлять по крайней мере 9 миллиардов долларов в течение трех лет после открытия валютного фонда. Если чистый сеньораж валютного фонда составит, по самым скромным подсчетам, 4% от банкнот и монет в обращении, то фонд сможет выплачивать МВФ по меньшей мере 360 миллионов долларов в год.

Сразу после открытия валютного фонда саморегулирующаяся природа процесса денежного снабжения в системе валютного фонда позволит денежному снабжению приспособиться к изменениям в спросе на деньги (см. главу 4 и Приложение Б). Опыт показывает, что система валютного фонда не препятствует росту денежного снабжения, который вызывается экономическим ростом. Иностранные инвестиции позволяют расти и денежному снабжению в системах валютных фондов несмотря на десятилетия дефицита текущего баланса.

Заканчивая это обсуждение - как получить начальные резервы иностранной валюты для валютного фонда, - полезно напомнить момент, изложенный в предыдущей части главы. Это относится только к варианту превращения центрального банка в фонд, а не к варианту с параллельной валютой. Предположим, что проведение преобразования Центрального Банка России в валютный фонд повысило доверие к рублю настолько, что в течение короткого периода плавающих обменных курсов (2 этап предлагаемого плана), обменный курс рубля повысился по сравнению с предыдущим биржевым курсом, и резервы иностранной валюты, необходимые системе валютного фонда, следовательно, превысили 5,2 миллиарда долларов, данных нашими подсчетами.

---

[72] См.: Bordo и Jonung (1987: Appendix) и IMF: International Financial Statistics.

В этом случае сам успех денежной реформы даст российскому правительству возможность получить необходимые дополнительные резервы. Повышение обменного курса рубля отразит доверие к российской экономике. Возросшее доверие выразится в увеличении текущей стоимости активов в России, включая стоимость государственной собственности. Стоимость, добавленная российским активам реформой, сделает для правительства возможной отдачу в аренду или продажу государственной собственности по более дорогой цене, чем та, которую бы оно получило перед объявлением реформы. Реформа также приведет к увеличению российской налоговой базы из-за увеличения ВВП, в долларовом выражении, с уровня 1992 года в 75 миллиардов долларов (500 долларов на человека, примерно как в Шри-Ланке) примерно до 150 миллиардов долларов (1000 долларов на человека, приблизительно 2/3 от уровня Польши). Если российское правительство сможет собрать 25% от разницы между базами налогообложения 75 миллиардов долларов и 150 миллиардами долларов, оно получит примерно 18,75 миллиарда долларов. Возросшее доверие к российской экономике сделает возможным для российского правительства получить даже еще больший объем начальных резервов иностранной валюты для валютного фонда с помощью налоговой политики, или беря займы. Правительство сможет вновь получать иностранные займы, так как оживление экономики сделает его вновь кредитоспособным.[73]

## КАК ВЫБРАТЬ РЕЗЕРВНУЮ ВАЛЮТУ ДЛЯ ВАЛЮТНОГО ФОНДА

Какую резервную валюту должен выбрать валютный фонд? Любая из вероятного набора более стабильна и вызывает больше доверия, чем нынешний рубль центрального банка. Наиболее вероятным выбором является доллар США или немецкая марка, менее вероятным - европейская денежная единица (экю) или золото.

Вероятно, доллар США является самой подходящей резервной валютой. Доллар - наиболее широко используемая в международных торговле и финансах валюта, в том числе и в России. Основные товары российского экспорта, такие как нефть, природный газ и минералы на мировых рынках в основном оцениваются в долларах. Доллар также имеет преимущество в том, что уже является наиболее широко используемой неофициальной параллельной валютой и распространенной единицей счета в России. Выбрав доллар, можно по крайней мере использовать наиболее полезные свойства, присущие другим резервным фондам. Исторически доллару присущи низкий уровень инфляции, наличие доверия к нему, полная конвертируемость и

---

[73] Если невозможно получить начальные резервы иностранной валюты для валютного фонда от МВФ или от российского правительства, то еще остается возможность учредить российский валютный фонд экспериментальным методом, никогда ранее не применявшимся. Валютный фонд мог бы предложить небольшую премию за иностранную валюту в течение короткого периода, во время которого валютный фонд совершает односторонний обмен своих банкнот и монет на наличную иностранную валюту, но не на депозиты в иностранной валюте. Валютный фонд не должен платить резервной валютой за свою валюту в тот период, когда он платит премию за иностранную валюту. Например, после объявпения выбора резервной валюты и обменного курса на эту валюту, в течение одной недели валютный фонд может предложить премию в 2% за любую наличность в твердой валюте, предложенную ему гражданами России. (он может принимать кроме резервной валюты и другие иностранные валюты, а затем использовать их для покупки ценных бумаг в иностранной валюте). Для того, чтобы воспрепятствовать людям, занимающимся арбитражными операциями, использовать это свое предложение с чисто спекулятивными целями, валютный фонд может ограничить объем, который он разрешает конвертировать каждому человеку, и объявить, что он оставляет за собой право сократить период обмена по этому специальному курсу.

Целью ограниченного обмена является поощрение россиян к тому, чтобы обменять на рубли валютного фонда иностранные банкноты, которые они прячут в матрасах и под настилом полов. Обмен будет выгоден российскому правительству, так как он позволит ему забрать сеньораж, который сейчас достается иностранным центральным банкам. При истечении обусловленного срока валютный фонд прекратит выплату премии и начнет обменивать свою валюту на резервную валюту. Валютный фонд быстро восполнит затраты на премию за счет чистого сеньоража. Валютный фонд может взять займ для обеспечения 100% своих резервов иностранной валюты с самого начала и его чистый сеньораж позволит быстро виплатить этот долг.

низкие реальные процентные ставки. Скорее всего, он сохранит свой исключительно хороший исторический опыт.

Немецкая марка является еще одной возможной резервной валютой. Она обращается в качестве неофициальной параллельной валюты в некоторых районах России и является доминирующей валютой в Западной Европе, самом крупном торговом партнере России и потенциально крупнейшим источником иностранных инвестиций.

Несколько западноевропейских валют привязано к марке. Выбор марки в качестве резервной валюты исключит риск, связанный с торговлей с большинством стран Западной Европы в большей степени, нежели в случае выбора любой другой валюты, будет способствовать торговле и иностранным инвестициям из зоны марки. Со времени основания Бундесбанка в 1948 году марка имела низкий уровень инфляции и высокий уровень доверия. Она имеет даже лучшие шансы, чем доллар, продолжать свой чрезвычайно положительный исторический опыт, так как немецкий Бундесбанк боле политически независим от правительства, чем Федеральная резервная система США. Основное неудобство марки состоит в том, что немецкий Бундесбанк держит реальные процентные 3-4% годовых. Чтобы дать возможность валютному фонду обменивать суммы, меньше стоимости, чем самая малая из принятых мер золота (скажем, тройской унции), фонду должно быть разрешено принимать плату и платить за маленькие объемы долларами США. Это будет несколько усложнять дело, по сравнению с валютным фондом, базирующимся на долларе США или немецкой марке, которые использует только одну валюту. Неудобство золота состоит в том, что ни одна другая страна не придерживается золотого стандарта, поэтому использование золота не исключает риска в торговле ни с одной страной. Следовательно, золото, скорее всего, не является самой подходящей резервной валютой.

Мы рассмотрели различные варианты выбора Россией резервной валюты. Стоит также рассмотреть варианты для резервной страны. Если резервной валютой является доллар США, спрос на долларовые банкноты в России вероятно уменьшится, так как люди будут обменивать долларовые банкноты на рублевые банкноты и монеты валютного фонда. С другой стороны, роль доллара как резервной валюты создаст спрос со стороны российских коммерческих банков как прямой, так и через банки-корреспонденты в США, на федеральные фонды (депозиты коммерческих банков в Федеральной Резервной Системе США), как на средство погашения долгов. Долларовые банкноты и монеты и федеральные фонды являются компонентами денежной базы доллара. Чистое воздействие рубля валютного фонда на спрос и денежную базу доллара, следовательно, будет неясным, если доллар является резервной валютой. То же самое касается немецкой марки как резервной валюты. В любом случае, сейчас российская экономика мало похожа на экономику США и Германии, поэтому первоначальное воздействие Российского валютного фонда, выбравшего доллар или немецкую марку в качестве резервной валюты, будет сравнительно слабым. Однако, если резервным активом является золото или экю, спрос на облигации, обеспеченные золотом или экю, явно возрастет, так как сейчас их у россиян мало. Рынки займов в золоте и экю достаточно маленькие, поэтому деятельность российского валютного фонда может сказать на них значительное влияние.

Привязка рубля валютного фонда к иностранной валюте не подчинит Россию иностранному политическому влиянию (см. главу 8). Скорее привязка рубля к подходящей иностранной валюте восстановит один элемент российской ставки на высоком уровне из-за политики немецкого правительства в отношении бывшей ГДР.

Европейская денежная единица (экю) - это композиция марки и других валют Европейской Валютной Системы, уже предлагалась в качестве резервной валюты для валютных фондов Восточной Европы (Schmieding 1992: 137-44; Selgin 1992a). Предполагалось, что экю заменит существующие национальные валюты Европейской Валютной Системы в конце 1990-х годов. Недавние трудности Европейской Валютной Системы задержали движение к унификации валюты Западной Европы, возможно неокончательно, и стали причиной сокращения рынка облигаций в экю. Крупный валютный фонд, используя экю в качестве резервной валюты, в силу этого вероятно должен был держать ценные бумаги в каждой валюте, которая входит в "корзину" экю, что усложнило бы задачу управления валютным фондом. Далее, в качестве средства обмена, сохранения стоимости и единицы счета экю незнакомо россиянам, потому что банкнот экю не существует, и лишь малая часть российской внешней торговли ведется в экю.

Корзина иностранных валют не кажется подходящей в качестве резервной валюты российского валютного фонда.[74] Корзина менее доступна для понимания людей, чем единственная резервная валюта, и, следовательно, она не может достаточно быстро приобрести высокое доверие для валютного фонда. Корзина также требует от валютного фонда большего расхода времени на управление и взимание сборов за сделки. Корзина не исключает риска, связанного с обменом любой отдельной резервной валюты; большее колебание обменных курсов каждого компонента корзины приносится в жертву ради меньшего колебания курсов корзины в целом. Если россиянам будет разрешено держать депозиты в иностранной валюте, те из них, кто желает получить прибыль от меньшего колебания корзины валют, могут создать свои собственные корзины, храня комбинацию валют или торгуя валютой с помощью срочных сделок и опционов, как это делают люди в Гонконге.

Если окажется, что не подходит ни одна иностранная валюта, возможной резервной валютой может стать золото.[75] Валютному фонду не нужно держать много постоянного золота, вместо этого он может иметь приносящие золото займы. Хорошо организованный рынок займов существует в Лондоне, курсы займов публикуются ежедневно в "Financial Times". По золотым займам обычно платят национальной гордости, дав России валюту, столь же твердую, как резервная валюта.

В следующей главе говорится, что должен делать валютный фонд, когда резервная валюта становится нестабильной.

---

[74] Gressel (1989) предлагал, чтобы советский валютный фонд установил фиксированную сумму рублей, эквивалентную сумме одного доллара и одной марки. Валютный фонд, предложенный Гресселом, держал бы равное количество долларов и марок в качестве резервов. Это простейший вид корзины валют.

[75] Angell (1989) и Wanniski (1990) являются сторонниками золотого стандарта для России, но они полагали, что обеспеченный золотом рубль будет выпускаться центральным банком, а не валютным фондом. Их предложения сводились к тому, чтобы Центральный Банк России поддерживал бы твердый искусственный обменный курс, что банку навряд ли удалось бы осуществить.

## 6. КАК ИСПОЛЬЗОВАТЬ И ЗАЩИТИТЬ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД В РОССИИ КАК ИСПОЛЬЗОВАТЬ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

Использовать валютный фонд просто. В прошлом валютные фонды обычно имели персонал в 10 или немного меньше людей, однако они не действовали на такой огромной территории и не обслуживали такое большое население, как будет это делать российский валютный фонд. В прошлом валютные фонды экономили, передавая по контакту канцелярские и инвесторские функции другим органам; российский валютный фонд может делать то же самое. Чрезвычайная простота валютного фонда - одно из преимуществ системы валютного фонда. Помимо всего прочего, у Центрального Банка России нет персонала, обладающего техникой компетентного проведения денежной политики в условиях нарождающейся рыночной экономики или даже для выполнения более простой задачи - эффективной работы в системе платежей.

Основные административные детали использования валютного фонда следующие:[76]

### Свод правил.

В Приложении А содержится модель закона о валютном фонде, в котором собраны те черты сводов законов существовавших ранее валютных фондов, которые позволят российскому валютному фонду работать эффективно.

### Валютная политика.

Российский валютный фонд будет обменивать свои банкноты и монеты по требованию и по фиксированному курсу на резервную валюту, и наоборот, в своих отделениях или агентствах. Любой, имеющий резервную валюту, может обменять ее на банкноты и монеты валютного фонда по фиксированному курсу, и любой, кто имеет банкноты и монеты валютного фонда, может обменять их на резервную валюту по фиксированному курсу. Хранение большого количества банкнот резервной валюты будет снижать доходы валютного фонда, так как фонд не будет иметь возможности инвестировать эти средства в приносящие прибыль ценные бумаги. Следовательно, валютный фонд должен стараться поощрять "оптовые" сделки с обменом валюты, проводимые коммерческими банками, и широко использовать электронный перевод средств для оплаты и приема ценных бумаг, обеспеченных резервной валютой.

### Клиентура.

Хотя валютный фонд должен поощрять оптовые сделки с обменом валюты, совершаемые коммерческими банками, россиянам также должно быть разрешено иметь дело напрямую с валютным фондом. Некоторые валютные фонды в британских колониях имели дело только с банками, сокращая таким образом необходимое им число служащих (Greaves 1953: 13). Это кажется нам ненужной и несправедливой дискриминацией по отношению к людям. Большинство людей все равно обменивает валюту в банках, что и обнаружил валютный фонд Западной Африки, когда перешел от работы исключительно с банками к обслуживанию также и частных лиц. Возможность частным лицам иметь дело непосредственно с валютным фондом приводит к установлению низкого уровня комиссионных сборов, которые требуют коммерческие банки при обмене валюты валютного фонда на резервную валюту. Это усилит связь между рублем валютного фонда и резервной валютой, что сделает арбитражные сделки между Россией и резервной страной более эффективными.

### Нижние и верхние границы обмена.

Чтобы сохранить свои эксплуатационные расходы, многие валютные фонды устанавливали минимальные суммы обмена. Маленькие валютные фонды британских колоний, такие как на Ямайке или Барбадосе, устанавливали минимум в 1000 фунтов стерлингов, более крупные,

---

[76] Более подробно об операциях, существовавших в прошлом валютных фондов, см.: Schuler (1992b).

например, валютный фонд Западной Африки, устанавливали минимум в 10.000 фунтов стерлингов (Greaves 1953: 13).

В целях упрочения доверия к российскому валютному фонду, он не должен устанавливать никакого минимума. Тогда россияне будут знать, что валютный фонд всегда готов обратить любую сумму рублей валютного фонда в резервную валюту. Конечно, не должно быть и верхней границы объема резервной валюты или банкнот и монет валютного фонда в обращении, которые валютный фонд принимает к обмену. Ни один валютный фонд в прошлом, исключая модифицированный валютный фонд Бермудских островов, не имел верхней границы обмена, так как такая граница ограничивает полную конвертируемость в резервную валюту, которая и является целью системы валютного фонда.

## Комиссионные сборы.

Некоторые валютные фонды брали комиссионные сборы от 1/8 до 1% от сделки; валютный фонд Северной России, например, брал сбор в 1%. Другие фонды брали более низкие проценты от крупных сделок, чем от мелких. Российский валютный фонд не должен брать комиссионных сборов за обмен. Социальные выгоды от этого значительно превысят те материальные, которые имеет валютный фонд, беря сборы. Комиссионные сборы могут ослабить связь с резервной валютой, особенно в случае краткосрочных передвижений капитала, так как сборы будут слишком дорогими в сравнении с выгодами от арбитражных сделок. Некоторые валютные фонды, особенно Валютный Фонд Восточной Африки, к концу своего существования, по своему усмотрению манипулировали комиссионными сборами с целью повлиять на движение капиталов (Kratz 1966: 246-7). Но валютный фонд стремится к устранению риска при обмене резервной валюты, поэтому бессмысленно воздвигать барьеры на пути обмена на резервную валюту, и обратно. Кроме того, комиссионные сборы не принесут больших доходов российскому валютному фонду; в любом случае он получит основную часть доходов в виде процента от хранящихся у него иностранных ценных бумаг.

Обменные операции российского валютного фонда должны быть освобождены от налогообложения, чтобы пресечь попытки российского правительства уничтожить валютный фонд с помощью налогов. Валютный фонд должен быть избавлен от других законов-барьеров, затрудняющих ему проведение обменных операции.

## Отделения.

Российский валютный фонд должен иметь главный офис в Москве и несколько отделений или агентств в других крупных городах России. Основная деятельность будет протекать в главном офисе, так как Москва является финансовым центром России. Главная задача отделений или агентств будет состоять в хранении и распространении банкнот и монет. Валютный фонд возможно должен иметь или снимать солидный офис в Москве как видимый для россиян символ своего существования, но ему нужны реально существующие отделения. Вместо этого один или несколько коммерческих банков могут быть его агентами вне Москвы, каким был Банк Британской Западной Африки для Валютного Фонда Западной Африки. Российский валютный фонд должен иметь отделение за рубежом, в резервной стране или в надежном финансовом центре, например, в Швейцарии. Зарубежное отделение будет обеспечивать безопасное хранение банкнот и монет, необходимых для выплат, если российское правительство будет угрожать российским отделениям валютного фонда.

## Управление.

Российский валютный фонд должен иметь маленький совет директоров для руководства работой персонала фонда. В прошлом валютные фонды имели от трех до восьми директоров. Полномочия совета директоров и персонала будут ограниченными, в отличие от своих коллег из центрального банка, они не будут иметь возможности по своему усмотрению контролировать денежную базу. Чтобы защитить совет директоров от политического давления с целью превращения валютного фонда в центральный банк, директора должны иметь фиксированный срок пребывания в должности. Некоторые директора должны быть нероссиянами, назначенными

западными коммерческими банками, или, возможно, МВФ, если МВФ даст взаймы начальные резервы иностранной валюты для валютного фонда. В следующей главе мы вернемся к этому предложению.

## Персонал.

Персонал российского валютного фонда будет выполнять две функции: обмен банкнот и монет валютного фонда на резервную валюту, и наоборот, и вложение активов валютного фонда в надежные ценные бумаги с номинальной стоимостью в резервной валюте и подлежащие оплате в резервной валюте. Работа по обмену потребует лишь небольшого количества банковских кассиров. Работа с инвестициями будет следовать сравнительно рутинной, консервативной практике инвестиций, его расходы на инвестиции должны быть меньше, чем у коммерческих банков с таким же объемом операций. Активы российского валютного фонда должны быть помещены в подходящие учреждения за рубежом, например, в один или несколько крупных западных коммерческих или центральных банков.

В прошлом валютные фонды имели небольшой персонал. Валютный Фонд Западной Африки, который обслуживал Нигерию, Золотой Берег (Гану), Сьєрра-Леоне, Гамбию, Британский Камерун и Того, имел только одного служащего на полной ставке, который находился в главном офисе фонда в Лондоне (Loynes 1962: 18). Этот и другие валютные фонды передавали по контракту свою работу по обмену и инвестированию коммерческим банкам и другим агентам.

Российский валютный фонд может сделать то же самое, если это будет более полезно, чем набор своего собственного штата.

## Норма резервов.

Российский валютный фонд начнет с резервами иностранной валюты, равными 100% его банкнот и монет в обращении. Вдобавок, как и большинство валютных фондов в прошлом, российский валютный фонд должен будет накапливать резервный запас, чтобы быть уверенным, что его резервы иностранной валюты никогда не будут составлять менее 100%, даже если его активы потеряют часть своей рыночной стоимости (например, если вырастут процентные ставки, понижая основную стоимость ценных бумаг, связанных фиксированным курсом). Резервный запас многих валютных фондов составлял 10% от банкнот и монет в обращении (Clauson 1944: 9). Они обычно направляли весь чистый сеньораж в резервный запас, до тех пор, пока он не наполнился. Весь дополнительный чистый сеньораж они платили своим правительствам. Такие правила не оставляли возможности для проведения денежной политики по собственному усмотрению, резервы иностранной валюты валютного фонда составляют от 100 до 110%. Российский валютный фонд должен принять подобные правила.

## Состав резервов.

Российский валютный фонд должен держать свои резервы иностранной валюты в надежных активах, подлежащих оплате только в резервной валюте. Большинство его резервов иностранной валюты будут составлять надежные, дающие доход ценные бумаги. Он также может держать часть резервов иностранной валюты в приносящих процент депозитах в солидных коммерческих банках резервной страны, или в беспроцентных депозитах в центральном банке резервной страны. Насколько это возможно, валютный фонд должен избегать держать активы, которые не дают дохода в процентах.

Валютный фонд должен не держать в купюрах активы российской валюты, так как это откроет дорогу операциям, свойственным центральному банку. В этом случае валютный фонд может увеличивать или сокращать денежную базу в стране с помощью изменения своих авуаров отечественных ценных бумаг, как это делает центральный банк с помощью средств, описанных в главе 4. Разрешение авуаров отечественных активов было одним из шагов, приведших валютные фонды Восточной Африки и Южной Родезии, и не только их, к превращению в центральные банки (Newlyn и Rowan 1954: 67-9; Kratz 1966: 236-41). Желательно специально оговорить в своде правил или в уставе российского валютного фонда типы активов, которые он может хранить.

Помимо открытия пути к системе центрального банка, хранение отечественных активов может быть связано с риском, как показал опыт валютного фонда Северной России. Фонд Северной России держал 25% своих резервов в облигациях правительства Северной России. Когда Красная Армия захватила Северную Россию, правительство Северной России прекратило платежи по облигациям. В результате британское правительство, главный держатель банкнот валютного фонда, потеряло около 15,5 миллиона рублей (см. главу 9).

Ограничивая российский валютный фонд активами, подлежащими оплате в резервной валюте, не нужно ограничивать валютный фонд в отношении ценных бумаг, выпущенных в резервной стране. Многие правительства и компании выпускают ценные бумаги в номиналах иностранной валюты на рынки евровалюты (оффшорные). Отделения французских банков в Лондоне выпускают облигации, например, в долларах США, и российский валютный фонд может покупать такие облигации, если доллар является его резервной валютой. Однако, чтобы предотвратить вовлечение валютного фонда в финансовую политику российского правительства; ему нужно запретить держать ценные бумаги российского правительства или ценные бумаги, выпущенные российскими государственными предприятиями, в какой бы валюте они не подлежали бы к оплате.

## Сроки долговых обязательств.

Было бы желательно в своде правил или уставе валютного фонда установить лимиты для сроков выплаты долгов по активам, которые держит фонд, скажем, 10 лет. Долгосрочные облигации с фиксированными процентными ставками сильно колеблются в стоимости при изменении процентных ставок, хотя они могут приносить более высокие доходы, нежели краткосрочные активы. Некоторые валютные фонды в британских колониях, которые инвестировали в долгосрочные облигации в фунтах стерлингов, понесли крупные убытки, когда процентные ставки фунтах стерлингов резко возросли в 1950-е годы, хотя даже тогда их резервы иностранной валюты превышали 100%, поскольку они накопили резервные запасы, как правило, равнявшиеся 10% банкнот и монет в обращении.

Британские колониальные валютные фонды часто делили свои резервы иностранной валюты на "ликвидный резерв" и "инвестиционный резерв". Ликвидный резерв состоял из ценных бумаг, подлежащих оплате в течение менее чем двух лет, и составлял обычно 30% всех резервов. Инвестиционный резерв состоял из ценных бумаг, подлежащих оплате в течение более чем двух лет, и составлял остаток общих резервов. Инвестиционный резерв был равен оценочному номинальному, "основному" спросу людей на банкноты и монеты валютного фонда (Clauson 1944: 8-11). Ликвидный резерв российского валютного фонда должен, вероятно, для начала превышать 30%, но позднее фонд будет иметь возможность держать в увеличивающейся пропорции активы в более прибыльном инвестиционном резерве, это произойдет, когда в России улучшится экономическая ситуация.

## Расходы.

Как доказывает опыт валютных фондов в прошлом, в среднем расходы российского валютного фонда не будут превышать 1 % от общей суммы активов, а могут быть и меньше 1/2 (для сравнения: Центральный Банк России требует от других бывших советских республик, которые пользуются рублевыми банкнотами, сбор в размере 1 % для покрытия стоимости печатания и транспортировки банкнот [IMF 1992a: 25n. 6]). Самые большие расходы будут связаны с печатанием банкнот и чеканкой монет. После них самыми крупными будут расходы на зарплату служащим. Расходы на аренду помещений, бытовые удобства и прочее будут небольшими. Стоимость транспортирования банкнот и монет будет выше, чем для большинства валютных фондов в прошлом, ввиду того, что Россия - огромная страна.

Банкноты, выпускаемые валютным фондом, должны печататься за границей, а не в России, как банкноты Центрального Банка России. Печатание банкнот за границей не позволит российскому правительству овладеть печатным станком и разрушить систему валютного фонда, початая банкноты, не обеспеченные резервами иностранной валюты. Стоимость печатающихся банкнот будет выше, чем если бы они печатались в России, но дополнительные расходы можно считать своего рода платой за страховку. Банкноты к тому же будут более высокого качества, чем ныне существующие рублевые банкноты, которые достаточно легко подделать. На Западе стоимость

печатания банкнот составляет от 26 до 45 долларов за тысячу, в зависимости от того, какой дизайн они имеют (Berreby 1992; также Shapiro 1993).

### Сеньораж.

В отличие от ценных бумаг и многих банковских депозитов, банкноты и монеты не приносят процента. Следовательно, банкноты и монеты - это своего рода беспроцентный займ людей, которые их хранят, эмитенту. Валютный фонд получает валовый сеньораж, равный проценту с его авуаров ценных бумаг в резервной валюте. Его чистый сеньораж (прибыль) равен валовому сеньоражу минус расходы на введение и поддержку в обороте банкнот и монет. Кроме того, если банкноты и монеты уничтожаются, собственный капитал валютного фонда возрастает, так как его пассивы уменьшаются, а его активы - нет.[77]

Предположим, что резервной валютой российского валютного фонда является доллар США. В системе валютного фонда единственная разница между использованием валютным фондом рублевых банкнот и монет вместо долларовых состоит в том, что российский валютный фонд, а не Федеральная резервная система США получает чистый сеньораж. Российский валютный фонд может зарабатывать на этом значительные суммы. Портфель долгосрочных и краткосрочных ценных бумаг будет приносить в среднем по меньшей мере 5% годовых. Расходы валютного фонда не будут превышать 1 % в год, а может быть будут составлять всего лишь 1/2% в год. Тогда чистый сеньораж будет равен по меньшей мере 4% в год от среднего обращения банкнот и монет валютного фонда.[78] В предыдущей статье говорилось о том, что циркуляция банкнот и монет будет, вероятно, составлять не менее 9 миллиардов долларов в течение трех лет после открытия фонда. Чистый годовой сеньораж в 4% от 9 миллиардов долларов равен 360 миллионам долларов.

## КАК ЗАЩИТИТЬ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

Хотя система валютного фонда имела большой экономический успех ранее в этом столетии, валютные фонды сегодня существуют только в нескольких странах. В других валютные фонды исчезли, потому что правительства поддались влиянию необоснованной экономической критики системы валютного фонда, желанию основать центральный банк как символ национальной независимости, либо использовать потенциальные политические выгоды от политизированного центрального банка. Многие валютные фонды не имели достаточной

самостоятельности, чтобы сопротивляться превращению в центральные банки. Финансовые своды правил в странах, где валютные фонды были легко превращены в центральные банки напоминали хорошую политическую конституцию, которую легко изменить, - она обеспечивает стабильность, пока неизменна, но такой она остается недолго.[79] Беспокойство насчет того, что

---

[77] Слово "сеньораж" происходит от французского "сеньор" (хозяин). Первоначально сеньоражем называлась разница между номиналом и стоимостью золота или серебра, пошедших на изготовление монет. Феодапы присваивапи эту разницу в форме налога, поддерживая ее и заставляя своих подданных принимать монеты по их номинальной стоимости.

[78] О некоторых вычислениях сеньоража см.: Osband и Villanueva (1982: appendix A). Исследование сеньоража см.: Fischer (1982).

[79] Даже система валютного фонда Гонконга, самого примечательного из оставшихся систем валютного фонда, в какой-то мере в последние годы отошла от практики ортодоксального валютного фонда и восприняла черты, которые затем могут быть использованы для учреждения центрального банка. Сам валютный фонд ортодоксален, но он является частью агентства, которое также регулирует работу коммерческих банков и контролирует накопление правительственных бюджетных излишков (Culp и Hanke 1992; Dodwell 1992; Freris 1991: 206-15). Правительство Гонконга начиная с 1989 года использовало возможности этого агентства, чтобы действовать в качестве последнего кредитора в критической ситуации, и агентство может быть превращено в центральный банк. Правительство никогда не приводило убедительных аргументов в пользу таких отклонений от ортодоксальной системы валютного фонда.

свод финансовых законов, воплощенный в российском валютном фонде может быть отменен, уменьшит желание иностранцев инвестировать в Россию, то есть сведет на нет одно из главных преимуществ системы валютного курса. Исходя из этого, в данной части предлагаются способы усиления российского валютного фонда в отношении финансового свода законов. Предложения можно кратко сформулировать следующим образом: доверие, обязательность и конкуренция. Они взаимодополняемы, каждое можно применить отдельно либо в сочетании с другими. Они сделают российский валютный фонд даже лучше, чем типичный валютный фонд.

Российский валютный фонд может повысить доверие к себе, защитившись от возможного давления со стороны Российского правительства. В предыдущих главах объяснялось, как различные черты типичного валютного фонда делают заслуживающими доверия его обязательства насчет фиксированного обменного курса. Поскольку любой общественный институт, независимо от того, насколько он связан правилами, управляется людьми и может быть изменен ими, модель свода правил валютного фонда, приведенная в Приложении А, включает в себя положение о том, что большинство членов совета директоров являются нероссиянами. Это предотвратит нарушение правил валютного фонда российским правительством. Директора-нероссияне должны назначаться западными коммерческими банками, или, возможно, МВФ, если МВФ займет валютному фонду часть начальных резервов иностранной валюты. Директора, назначенные МВФ, не должны быть сотрудниками МВФ или правительственными чиновниками стран - членов МВФ, потому что их решения вполне могут быть вызваны политическими соображениями.[80] Существуют прецеденты такого устройства. Например, только 3 из 8 директоров Валютного Фонда Ливии были в 1950-х годах ливийцами, остальные были британцами, французами, итальянцами и египтянами, выбранными своими правительствами (Blowers и McLeod 1952: 453). Чтобы уменьшить политическое влияние российского правительства на директоров валютного фонда россиян, требуется, чтобы директоры-россияне не были государственными служащими и назначались торговыми ассоциациями частных банков, а не российским правительством.

Еще один путь к увеличению доверия к российскому валютному фонду -это держать его активы в безопасной стране, такой как Швейцария. Валютный фонд должен быть зарегистрирован в этой стране. Далее, валютный фонд должен стать не извлекающим прибыль, неправительственным институтом, независимым от российского правительства, хотя, конечно, для деятельности валютного фонда в России необходимо получить разрешение от российского правительства. Валютные фонды Бирмы и Иордании, наряду с другими, пытались, но не вполне достигли такой степени защищенности от потенциального давления своих правительств, какую мы здесь предлагаем; они продолжали иметь штаб-квартиры в Лондоне даже после того, как Бирма и Иордания стали независимыми. Еще один способ повысить доверие к российскому валютному фонду - иметь надпись на его банкнотах, гласящую, что банкноты конвертируемы в резервную валюту по фиксированному курсу в отделениях фонда в России и за границей. Содержат или нет банкноты и монеты, выпускаемые валютным фондом, такую надпись о конвертируемости, они должны представлять собой своего рода тип контракта, обеспечивающего фиксированный обменный курс, в отличие от банкнот и монет, выпускаемых типичным центральным банком. Держатели банкнот и монет должны иметь право преследовать валютный фонд в судебном порядке за нарушение контракта в случае маловероятной ситуации, когда фонд не сможет выкупить свои банкноты.

Российский валютный фонд может принять на себя обязательство совершать фьючерсные сделки с валютой по фиксированному курсу по отношению к резервной валюте. Некоторые валютные фонды, например, в Гонконге, предлагали трех- или шестимесячные фьючерсные сделки с валютой, для того, чтобы повысить ликвидность своих рынков валютного обмена. Когда рынок фьючерсных сделок начинает хорошо функционировать, валютный фонд может оставить его коммерческим банкам.

---

[80] Если валютный фонд также обслуживает кроме России и другие бывшие советские республики, и их правительства выбирают нескольких членов совета директоров, директора, выбираемые МВФ, также не должны быть гражданами этих стран.

Валютный фонд должен прекратить сделки с форвардным обменом, если резервная валюта приблизилась к границам инфляции (приведенным в следующем разделе), чтобы избежать издержек связанных с переменой резервной валюты.

Российский валютный фонд может участвовать в конкурентной борьбе, чтобы это заставляло его обеспечивать обслуживание на высоком уровне. Россияне должны иметь возможность заключать контракты, совершать платежи и делать вклады в любой валюте, в которой они пожелают. В частности, банкнотам резервной валюты должно бить разрешено обращаться наряду с банкнотами валютного фонда, как это было при многих системах валютных фондов, образовавшихся на британском фунте стерлингов. Однако вероятно, что банкноты резервной валюты будут использоваться в России мало, по причинам, объясняемым в следующей части. (Заметим, что касается контрактов и платежей, то российскому правительству не нужно принимать резервную валюту в качестве уплаты налогов, оно может настаивать на внесении платежей в рублях валютного фонда). Иностранцам можно позволить иметь депозиты в рублях.

Чтобы составить российскому валютному фонду еще более сильную конкуренцию, кредитоспособным частным коммерческим банкам России может быть разрешено выпускать банкноты и монеты, конкурирующие с банкнотами и монетами, выпускаемыми валютным фондом. Как и банкноты валютного фонда, банкноты банков безусловно должны быть конвертируемыми в резервную валюту по фиксированному обменному курсу. Следовательно, банкноты валютного фонда и банков будут похожи на различные типы чеков для путешествий, которые циркулируют рядом друг с другом. Банкноты какого-то банка могут конвертироваться в другую резервную валюту, например, некоторые банкноты банков могут конвертироваться в японскую йену, в то время как банкноты других и банкноты валютного фонда - в доллары США. В любом случае то, какие типы банкнот и монет будут наиболее широко распространены, будет зависеть от того, какой тип лучше всего удовлетворит нужды потребителей. Валютный фонд не будет нести ответственность по обеспечению конвертируемости банкнот и монет, выпускаемых коммерческими банками, так же как он не несет ответственности по обеспечению конвертируемости их депозитов в банкноты и монеты или в резервную валюту. Россияне должны быть предупреждены, что используют банкноты и монеты, выпускаемые коммерческими банками, на свой страх и риск.

Конкуренция между банкнотами валютного фонда и банка наблюдалась и ранее. В британских колониях Карибского моря банки выпускали конвертируемые банкноты, не имея требований к резервам. Банкноты банков конкурировали с банкнотами валютного фонда до 1950-х годов, когда местные правительства объявили незаконным выпуск банкнот банками, чтобы монополизировать сеньораж (Sayers 1952: 428, 437). Сейчас в Гонконге сам валютный фонд не выпускает банкнот, а держит 100% резервы в активах в долларах США, которые вложили два (скоро их будет три) выпускающих банкноты банка. Эти депозиты равны сумме банкнот гонконгских долларов, выпущенных ими, плюс 5% резервного запаса (Freris 1991: 188). Банкноты и монеты, выпускаемые коммерческими банками, не будут подвержены резервным ограничениям. Коммерческие банки, которые

обязуются обеспечить конвертируемость своих банкнот и монет в какую-то резервную валюту по фиксированному обменному курсу, должны строго выполнять свое обязательство.

Если коммерческим банкам разрешено выпускать банкноты, то эти банкноты в конце концов могут занять доминирующее место на рынке. Мы предлагаем (следуя Dowd 1992b), чтобы, если доля валюты российского валютного фонда в количестве отечественных банкнот в обращении уменьшилась до менее чем 10%: фонд допжен быть закрыт. 100% резервы иностранной валюты валютного фонда позволят ему без труда выплатить все держателям его банкнот и монет.

Положение о закрытии валютного фонда не должно вводиться в действие в течение 5 лет после того, как коммерческие банки начинают выпускать банкноты, чтобы обеспечить стабилизирующее влияние в течение периода, когда может случиться ряд неудачных экспериментов, прежде чем соревновательный выпуск банкнот войдет в нормальное русло. Российское министерство финансов и другие правительственные органы, включая государственные коммерческие банки, не должны иметь права выпускать банкноты, чтобы не позволить системе центрального банка вернуться через заднюю дверь.

При соревновательной системе выпуска банкнот, российский валютный фонд будет зарабатывать меньший сеньораж, чем если бы он был эмитентом-монополистом. Однако сеньораж, который потеряет валютный фонд, будет накапливаться не в выпускающих банкноты коммерческих банках, а у потребителей, которые проматывают прибыли производителей, что

типично для конкурентных рынков. Не стоит беспокоиться, если соревновательная система выпуска банкнот сокращает сеньораж валютного фонда. В отличие от современной ситуации, когда россияне используют параллельные иностранные валюты и создают сеньораж для иностранных центральных банков, при соревновательной системы выпуска банкнот россияне будут использовать параллельные отечественные валюты и сеньораж будет оставаться в России, так же как прибыли потребителей (излишек для потребителя) или прибыли российских коммерческих банков и российского валютного фонда. В любом случае, для российского правительства основная финансовая выгода от системы валютного фонда, особенно в долгосрочной перспективе, будет состоять не в сеньораже, как это происходит с Центральным Банком России, а в росте реальных налогов, которые правительство сможет собрать, когда сверхинфляция закончится и произойдет оживление российской экономики.

Если решение коммерческим банком участвовать в конкурентной борьбе, выпуская банкноты, неосуществимо поначалу по политическим причинам, правительство может ввести ограниченный уровень конкуренции, предложив двум или более фирмам, имеющим патенты, управлять соревнующимися валютными фондами. Эти фирмы должны быть выбраны путем открытого конкурса, и выигравшим его должно быть поставлено условием обеспечение минимального уровня обслуживания, который указан в патенте на деятельность. Валютные фонды в этом случае будут иметь владельцами и находиться под управлением частных лиц, однако в какой-то степени регулироваться правительством, подобно предприятиям, находящимся в другой стране (Обширный исторический опыт показывает, что выпуск банкнот никогда не был естественной монополией [Schuler 1992a: 15-16]. Таким образом, вариант с несколькими фирмами может стать лучшим после варианта неограничиваемого соревновательного выпуска валют).

## КАК СМЕНИТЬ ПРИ НЕОБХОДИМОСТИ РЕЗЕРВНУЮ ВАЛЮТУ

Кроме отсутствия защиты от превращения в центральный банк, валютные фонды имели еще один недостаток: им не хватало четко определенных правил отрыва своей валюты от нестабильной резервной валюты. Большинство валютных фондов были привязаны к британскому фунту стерлингов, который был стабилен более чем столетие вплоть до второй мировой войны. Когда были основаны валютные фонды, доверие к фунту было столь велико, что никто не предполагал, будто фунт может утратить стабильность. После второй мировой войны фунт, однако, стал ненадежным. Валютные фонды британских колоний девальвировали свои валюты вместе с фунтом по отношению к золоту и доллару США в 1949, 1967 и 1972 годах. Девальвация нанесла вред вследствие возросшей стоимости многих иностранных товаров необходимых для экономического развития, таких как, например, пищевые продукты, которые Гонконг импортировал из Китая. Гонконгский, Сингапурский, Брунейский и Восточно-Карибский Валютные фонды, так же, как некоторые страны с центральными банками, перешли от фунта к более надежному доллару США в качестве своей резервной валюты в 1970-х годах (Yeager 1976: 445, 459-68).

Смена резервной валюты полезна, если существующая резервная валюта становится слишком ненадежной, так как в противном случае система валютного фонда страдает от финансовых проблем, стоящих перед резервной страной, (В то же время, свобода заключать контракты и совершать платежи в других валютах предлагает некоторое решение проблемы). Если российский валютный фонд будет иметь право менять резервную валюту, то процедура должна быть подробно описана в его своде правил и должна проводиться самим валютным фондом, а не с помощью какого-то абстрактного решения правительства, как это было с валютными фондами, которые сменили резервные валюты в 1970-х годах.

Мы предполагаем, что российский валютный фонд не должен менять резервную валюту, если годовой уровень инфляции индекса потребительских цен резервной страны не выходит за пределы от -5 до 20% в течение более двух лет, или от 10 до 40% в течение более чем 6 месяцев. Выход за пределы упомянутых уровней инфляции означает глубокий экономический спад, что подтверждается историческим опытом.[81] Если инфляция в резервной стране превышает

[81] В указанных рамках инфляция должна допускаться, так как смена резервной валюты дорого стоит экономике. Так называемые расходы на перепечатку меню ("расходы меню"), может быть, и небольшие, но цена нахождения подходящей новой структуры цен, отражающей новую резервную валюту, может быть большой. Читатели, которые думают, что предлагаемый нами уровень

указанный предел, российский валютный фонд должен иметь возможность девальвировать или ревальвировать свою валюту по отношению к резервной валюте не более чем на величину индекса в резервной стране за указанный период (2 года или 6 месяцев). Другой вариант - валютный фонд должен иметь возможность выбрать новую, более надежную резервную валюту и установить новый фиксированный обменный курс, соответствующий преобладающему курсу между этой валютой и первоначальной резервной валютой (если резервной валютой является золото, Россия сама будет считаться резервной страной).

Для свода правил российского валютного фонда желательно иметь положение, разрешающее валютному фонду пересматривать обменный курс по отношению к резервной валюте, если резервная валюта слишком быстро поднимается или опускается по отношению к корзине иностранных валют, которые представляют страны, важные для российской внешней торговли. Может создаться впечатление, что эти положения могут открыть лазейку для дестабилизирующих спекуляций, как это случается с искусственным обменным курсом, но это не так. Дестабилизирующие спекуляции случаются, когда обязательства по обменному курсу четко не определены. Обязательства российского валютного фонда поддерживать существующий обменный курс вполне определенное, при условии, что резервная валюта останется в пределах указанных границ инфляции или завышения стоимости. За пределами этих границ, обязательства валютного фонда изменить обменный курс или резервную валюту также вполне определенное; следовательно, не существует неясностей насчет поведения валютного фонда, хотя неясности могут появиться в отношении поведения резервной валюты. В любом случае, спекуляции не сократят резервы иностранной валюты валютного фонда до уровня ниже 100% от его банкнот и монет в обращении.

Мы предлагаем вышеизложенные правила для смены резервной валюты в качестве предположений, носящих более экспериментальный характер, чем другие операционные правила, которые мы приводили. Основной момент, который мы хотели подчеркнуть, это то, что лучше иметь на случай нестабильности резервной валюты четко определенные правила, заранее известные народу, нежели выбирать импровизированные, даже причудливые пути, что делали ряд валютных фондов и правительств.[82]

---

допустимой инфляции слишком высок, пусть сравнят его с существующей в России инфпяцией с 1990 года.

[82] Так как мы думаем, что могут быть выработаны подходящие правила для изменения резервной валюты, мы не разделяем мнения Шварца (Schwartz 1992b: 20, 23), о том, что однажды измененная резервная валюта может иметь сокрушитепьные последствия, если резервная страна не является больше важным торговым партнером страны с валютным фондом. В любом случае, для россии эти возможные последствия не столь значительны по сравнению с вредом, вызываемым в настоящее время тем, что рубль не является твердой валютой.

## 7. СИСТЕМА ВАЛЮТНОГО ФОНДА И РЕФОРМА РОССИЙСКОЙ ДЕНЕЖНОЙ СИСТЕМЫ

Нетвердое положение рубля является причиной многих проблем российской денежной системы. Правительственный бюджет имеет огромный дефицит, долги предприятий усугубляют трудность определения истинного финансового состояния государственных предприятий, система коммерческих банков не подходит для мобилизации сбережений и потенциально нестабильна, система платежей неэффективна, и правительство не в состоянии выплачивать внешний долг России. Главный источник этих проблем - нежесткие бюджетные ограничения, которые сохраняются из-за того, что Центральный Банк России является последним кредитором в критической ситуации для российского правительства и государственных предприятий. Инфляция, которую создает центральный банк, финансируя нежесткие бюджетные ограничения, осложняет проблему российской экономики.

Валютный фонд будет стремиться к установлению жестких бюджетных ограничений для российского правительства. Это заставит правительство установить жесткие бюджетные ограничения для государственных предприятий, включая государственные коммерческие банки. Жесткие бюджетные ограничения будут способствовать экономическому росту, переводя ресурсы из убыточных отраслей в прибыльные. Однако жесткие бюджетные ограничения также будут причинять некоторые трудности российской экономике в этот переходный период, так как экономика привыкла к нежестким бюджетным ограничениям.

В этой главе в общих чертах описаны наиболее важные последствия введения системы валютного фонда для других элементов российской денежной системы - бюджета правительства, государственных предприятий, коммерческих банков и так далее. Структура главы похожа на структуру главы 3, в которой описаны основные черты современной российской денежной системы. Эта глава не претендует на разрешение всех проблем российской денежной системы и российской экономики. Однако в ней показано, что большинство проблем российской денежной системы вызвано нежесткими бюджетными ограничениями, которые разрешены Центральным Банком России, и другими действиями центрального банка, влияющими на денежную систему. Установив нежесткие бюджетные ограничения и реформировав некоторые элементы денежной системы, российский валютный фонд обеспечит поле деятельности, внутри которого российские политики, руководители государственных предприятий, служащие коммерческих банков, предприниматели и рабочие смогут решать проблемы способами, благоприятными для российской экономики. В этой главе описано это поле деятельности. Читатели, которые хотят более детального, поэтапного описания необходимых экономических реформ, могут обратиться к недавнему отчету Мирового Банка о реформировании российской экономики (World Bank 1992b), хотя, как мы уже сказали, мы не согласны с некоторыми его рекомендациями.

### БЮДЖЕТ ПРАВИТЕЛЬСТВА

Бюджетный дефицит Российского правительства составляет очень значительную часть ВВП (5 до 30% в зависимости от методики расчета), так как правительство имеет нежесткие бюджетные ограничения. Центральный Банк России является последним кредитором в критической ситуации для правительства: оно финансирует за счет инфляции, в той степени, в какой его расходы не могут покрываться за счет налогов или неинфляционных займов. Устанавливая жесткие бюджетные ограничения для российского правительства, российский валютный фонд заставит правительство сбалансировать бюджет, либо покрывать бюджетный дефицит за счет инфляционных займов.

Сейчас сбалансировать бюджет без финансирования, вызывающего инфляцию, кажется политически нереальным для России. Но другие страны, как и сама Россия в 1920-х годах (см. главу 9), сумели сбалансировать свои правительственные бюджеты после периодов крупных дефицитов и сверхинфляции. Российское правительство сейчас также может сбалансировать бюджет, с помощью соответствующих изменений, которые реальны с политической точки зрения.

Использование рублей валютного фонда само по себе может избежать почти всех потерь дохода, от которых сейчас страдает правительство, так как их съедает высокий уровень инфляции в промежутке между определением налогов и их сбором (эффект Оливера-Танзи [Olivera-Tanzi]). Кроме того, могут быть проведены некоторые изменения, которые политически реальны и могут значительно сократить правительственный дефицит. В частности, правительство может значительно увеличить свои доходы путем разумной политики в отношении цен на энергию, особенно в отношении цен на нефть. Производство нефти в России постоянно сокращается начиная с 1989 года. Оно сократилось в 1992 году на 13,5% и по предсказанию министра энергетики, может сократиться на 15% в 1993 году (World Bank 1992b: 176, 306; FBIS 1993d; Freeland 1993). Российское правительство ограничивает цены на нефть внутри страны по сравнению с мировыми ценами. Точные цифры изменяются по мере того, как инфляция съедает повышение рублевых цен на нефть, однако в начале 1993 года цены на нефть внутри страны составляли где-то 30% от мировой цены. Российское правительство обещало МВФ и Мировому Банку поднять цены на нефть внутри страны до мировой цены в конце 1993 года, однако сейчас кажется, что оно навряд ли выполнит свое обещание. Добыча нефти и доходы правительства от налогов на экспорт нефти постоянно снижаются, ввиду того, что для производителей выгоднее оставлять нефть под землей, нежели выкачивать ее (Uchitelle 1992a; смотри также Wallich 1992: 106).[83] (Экспортируемая нефть облагается налогом, равным разнице между ценой внутри страны и мировой ценой). Допустим, мировые цены на нефть останутся теми же, тогда производители нефти в России могут получить реальную прибыль в 300 и более процентов, просто ожидая, когда цены внутри страны вырастут до мирового уровня. Если производители качают нефть и помещают выручку в иностранную валюту, они заработают прибыль самое большее в двузначных цифрах.

Чтобы стимулировать производство нефти, российское правительство должно отказаться от регулирования цен на нефть. Если оно хочет смягчить воздействие на потребителей повышения цен на нефть, оно должно субсидировать потребителей напрямую из государственного бюджета. Было подсчитано, что либерализация цены на нефть повысила бы доходы правительства за счет налогов на экспорт нефти с 4 миллиардов долларов до 25 миллиардов долларов, а может быть и больше (Kumar и Osband 1991), что по нынешнему обменному курсу рубля будет составлять сумму большую, чем весь правительственный бюджетный дефицит. Отказ от регулирования, а не просто либерализация цены на нефть еще больше увеличит добычу и доход правительства от экспортных налогов, а также поможет уменьшить коррупцию, которая сейчас существует в российской нефтяной промышленности (Boulton 1992b), и будет продолжать существовать до тех пор, пока правительство контролирует цены.

Другой путь увеличения доходов российского правительства - это сдача в аренду или продажа государственной собственности россиянам или иностранным инвесторам за конвертируемую иностранную валюту. Возможно самый легкий путь сдачи в аренду или продажи собственности - продажа права на на разработку полезных ископаемых. Продажа таких прав может принести значительный доход. Несмотря на противодействие, претензии на собственность со стороны местных органов власти, российское правительство предложило некоторые нефтяные и газовые месторождения для сдачи в аренду (Lloyd 1992).

---

[83] Недавний отчет Мирового Банка, посвященный российской экономике (World Bank 1992b: 175-92), напоминает об угрозе современному производству нефти из-за обещания либерализации цен на нефть в будущем. Официальные лица МВФ также не советовали российскому правительству обратить внимание на эту проблему, несмотря на то, что в этих документах МВФ (Kumar и Osband 1991) она подчеркивалась.

Существуют и другие возможности для увеличения расхода правительства и сокращения его расходов.[84] Очевидно, что нужны интенсивные политические дебаты по поводу того, какие возможности нужно выбрать. Здесь мы не будем в них вмешиваться. Самым важным в этих дебатах будет не непосредственный результат, а то, что они проходят в русле обсуждения жестких бюджетных ограничений, которые должен установить валютный фонд, и, следовательно, неинфляционного характера финансирования российского правительства. Однако, хотя для правительства кажется привлекательным продолжать иметь доход от сверхинфляции, вариант с параллельной валютой может помочь в переходе к новому порядку взимания налогов, и расходы будут более разумными, нежели в случае превращения в валютный фонд центрального банка. Это уменьшит шок от внезапного перехода к новым правилам, подобно тому, как либерализация делает то же самое лучше, чем отказ от регулирования цен на нефть.

Некоторые нарождающиеся рыночные экономики в Восточной Европе еще недавно имели "финансовый медовый месяц" после проведения ориентированных на рынок реформ. Во время этого "медового месяца" бюджет правительства быстро переходит от состояния дефицита к положительному сальдо, а затем вновь к дефициту (Schmieding 1992: 55-8). Дефицит возвращается из-за того, что происходит кризис периода стабилизации и доход от налогов падает, или из-за политического давления в сторону увеличения расходов правительства, так как политическое единство сторонников реформ постепенно сходит на нет. При российском валютном фонде этот "медовый месяц" не прекратится, а будет продолжаться, так как валютный фонд не будет финансировать расходы российского правительства. Пользующаяся доверием денежная реформа, проводимая валютным фондом, сделает проведение неинфляционной политики более легким, путем оживления экономической активности, которая приведет к повышению доходов от налогообложения и позволит правительству брать больше займов, чем оно берет сейчас.

## ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЙ И ИЗМЕНЕНИЕ СТРУКТУРЫ ПРОИЗВОДСТВА

В рыночных экономиках кредиты, предоставляемые друг другу частными предприятиями (коммерческие кредиты), достаточно распространены, но они не вызывают проблем, так как частные предприятия имеют жесткие бюджетные ограничения. Они не имеют доступа к центральным банкам как к кредиторам в критической ситуации. Наоборот, кредиты предприятий в России становятся причиной инфляции, поскольку государственные предприятия имеют нежесткие бюджетные ограничения: предприятия правильно предполагают, что правительство в конце концов оплатит не выплаченные ими долги.

Российский валютный фонд не будет последним кредитором в критической ситуации для российского правительства или государственных предприятий. Жесткие бюджетные ограничения, которые установит фонд для правительства, заставит последнего установить жесткие бюджетные ограничения для государственных предприятий. Жесткие бюджетные ограничения приведут де факто к банкротству государственных предприятий, которые не платят свои долги, даже если официальный закон о банкротстве применяется не строго. Вероятность банкротства де факто заемщиков заставит государственные предприятия быть более разборчивыми, давая кредит. Новые задолженности предприятий, следовательно, будут небольшими.

---

[84] Например, российское правительство может провести приватизацию коммунальных служб, железных дорог, средств массовой информации и так далее, продать частоты электромагнитного спектра новым конкурентам в сфере теле-, радио и телефонного бизнеса; и в дальнейшем сократить субсидирования и государственные капиталовложения, которые в 1990 году составили около 40% расходов правительства (FBIS 1992k).

Остается вопрос, как разобраться с существующей задолженностью предприятий. При варианте с параллельной валютой инфляция рубля валютного фонда возможно сократит реальную стоимость долгов предприятий, доведя ее почти до нуля. При варианте превращения в валютный фонд центрального банка задолженность предприятий в основном сохранится. Единственный способ сократить их - это основать расчетную палату для погашения долгов предприятий. Чистые безнадежные долги (долги, оставшиеся неоплаченными после этого погашения) могут быть уплачены путем передачи активов предприятий-должников предприятиям-заимодавцам, либо передачи им без всяких условий правительственных долговых обязательств. Еще более радикальный вариант - аннулировать (списать) все долги предприятий. На общем уровне все кредиты внутри государственного сектора экономики сбалансированы пассивами внутри государственного сектора, поэтому чистый кредит государственного сектора сам по себе равен нулю. Опасность аннулирования задолженности предприятий состоит в том, что это может лишить некоторые государственные предприятия-заимодавцы всего их оборотного капитала, фактически привести их к банкротству, в то время как предприятия-должники в будущем будут ожидать погашения их долгов правительством (Ickes и Ryterman 1992: 31-8; Sachs и Lipton 1992: 49-52; Whitlock 1992: 36). Проблема задолженности предприятий сложна, и более детальное ее обсуждение выходит за рамки этой книги. Однако, какой бы метод не применило российское правительство для урегулирования задолженности предприятий, местные бюджетные ограничения не позволят ему финансировать новые долги государственных предприятий в таком масштабе, в каком это делается сейчас.

В конечном итоге, для достижения российской экономикой устойчивого роста, государственные предприятия, которые продолжают накапливать долги и навряд ли станут прибыльными, должны быть перепрофилированы или закрыты (World Bank 1992b: 81, 105). Это касается и государственных предприятий, которые накапливают новые крупные долги после погашения существовавших. Правительство не должно закрывать все убыточные государственные предприятия, - среди них могут быть такие, которые вскоре станут прибыльными. Однако оно должно закрыть самые убыточные - такие предприятия, продукция которых стоит меньше, чем материалы на ее изготовление. Подсчитано, что таковыми в России являются почти 8% промышленных предприятий, и что 35% индустриальной продукции России не приносит прибыли (то есть стоимость произведенных товаров меньше, чем стоимость сырья плюс использованных рабочей силы и капитала (Senik-Leygonie и Hughes 1992).[85]

Перепрофилирование или закрытие убыточных государственных предприятий благотворно скажется на российской экономике, так как ресурсы будут использоваться более рационально. Как и в случае с государственным бюджетом, должны пройти интенсивные политические дебаты по поводу того, какие методы перепрофилирования или закрытия должны быть выбраны. Повторяем, мы здесь не вступаем в эти дебаты. Самым важным в этих дебатах будет не их непосредственный исход, а то, чтобы они касались вопроса жестких бюджетных ограничений, которые должен ввести валютный фонд.

Хотя основной причиной задолженности предприятий являются нежесткие бюджетные ограничения, ситуация в банковской и платежной системах также способствует этому. Чтобы уменьшить стремление, имеющееся у государственных предприятий в настоящее время, а именно - давать другим предприятиям кредиты с целью уклонения от налогов на добавочную стоимость и на прибыль, которые собираются через банковскую систему, российское Правительство может использовать комбинацию из более низких ставок налога и более жестких мер в отношении налоговых платежей, осуществленных вне банковской

---

[85] Оценка прибыльности или убыточности государственных предприятий должна учитывать, были ли либерализованы цены на используемые материалы или на производимую продукцию. Некоторые недавно прибыльные государственные предприятия станут убыточными, если будут освобождены цены на энергию, а некоторые убыточные государственные предприятия могут, наоборот, стать прибыльными, если будут освобождены цены на их продукцию.

системы. Другими словами, налоговая база должна быть шире и включать в себя платежи как внутри, так и вне банковской системы, а ставки налогов должны быть достаточно низкими и унифицированными. Реформа системы платежей, о которой пойдет речь ниже в этой главе, поможет покончить с долгими задержками в получении платежей, что является причиной задолженности предприятий.

## КОНКУРЕНЦИЯ И РЕГУПИРОВАНИЕ В СИСТЕМЕ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

Российская банковская система в настоящее время не способствует мобилизации сбережений для стимулирования экономического роста. Российские коммерческие банки малы, неопытны и ненадежны по мировым меркам. Конкуренция между ними ограничена, так как банковский сектор в действительности еще принадлежит социализму. Поэтому наиболее перспективной стратегией быстрого развития эффективной, современной и надежной банковской системы в России является стимулирование создания широкой сети филиалов солидных иностранных коммерческих банков.

Для обеспечения твердой валюты российский валютный фонд будет привлекать иностранных инвеститоров, иностранные банки и иностранную банковскую технологию в широких масштабах. Твердая валюта позволит банкам работать в условиях, ведущих к долгосрочной стабильности, и даст стимул россиянам хранить сбережения в приносящих процент депозитах в рублях валютного фонда, а не в иностранных банкнотах, не приносящих процента.

Иностранные коммерческие банки станут заслуживающими доверия учреждениями для депозитов в рублях валютного фонда. Многим российским коммерческим банкам не хватает такого доверия. Иностранные банки принесут с собой технические приемы и специальные знания, которых сейчас не хватает системе коммерческих банков в России. Они также обеспечат обслуживание обмена рублей валютного фонда на иностранную валюту. Иностранные коммерческие банки обеспечат легкий доступ к иностранным инвестициям, особенно из резервной страны. В прошлом при системе валютного фонда только несколько банков потерпели крах, так как при них существовала твердая валюта и сильные коммерческие банки, включая филиалы крупных, надежных иностранных коммерческих банков. Обеспечивая стабильность, эффективность и современное обслуживание, а также конкуренцию, иностранные коммерческие банки подняли бы отечественные коммерческие банки в системах валютного фонда на высокий уровень стандартов. Там, где налоги и уровень политического риска были низкими, конкуренция со стороны иностранных коммерческих банков сдерживала также процентные ставки в системах валютных фондов на уровне, близком к процентным ставкам в соответствующих резервных странах. Средний уровень коммерческих банков в системах валютных фондов был высоким (Schuler 1992b: 190-6).

Иностранным коммерческим банкам нужно разрешить основывать филиалы полного профиля в любой точке России; предлагать те же услуги, что и российские коммерческие банки: покупать российские коммерческие банки, или быть купленными ими.[86] Не должно быть никаких требований насчет того, чтобы российские филиалы иностранных коммерческих банков имели бы какую-то собственность в России.

Развивающиеся страны обычно ограничивают операции иностранных коммерческих банков, чтобы защитить отечественные коммерческие банки от конкуренции. Такие ограничения приводят к сдерживанию экономического роста. Активное присутствие иностранных банков - это знак для иностранцев, что эта страна - привлекательное место для инвестиций и торговли. Там, где иностранные коммерческие банки наиболее многочисленны и наименее подвержены ограничениям, местным вкладчикам и заемщикам легче всего получить наиболее выгодные процентные ставки, а коммерческие банки больше всего способствуют экономическому росту. Конкуренция со стороны иностранных

---

[86] Недавний отчет Мирового Банка о состоянии российской экономики (World Bank 1992b: 111) осторожен в вопросе конкуренции со стороны иностранных банков.

коммерческих банков может повредить некоторым существующим российским коммерческим банкам, но она принесет пользу российским потребителям и российской экономике в целом, увеличив возможности давать и брать займы.

Российское правительство должно уменьшить специальное регулирование в отношении коммерческих банков и других финансовых институтов, посравнению с ныне существующим. Фактически мы рекомендуем значительно меньший набор специальных правил, по сравнению с ныне существующими в России и в большинстве других стран. Многие экономисты подчеркивают, что жесткое правительственное регулирование необходимо для того, чтобы препятствовать финансовым учреждениям пускаться в рискованные предприятия, опасные для стабильности денежной системы (Fry 1988: 300-1, 316-19; IMF и др. 1991, v. 2: 120-4; McKinnon 1991: 143, 147-8; World Bank 1992b: 113). Мы думаем, что они неправильно представляют себе задачи регулирования. Важно не просто регулировать, но делать регулирование соответствующим риску и вознаграждению. Если коммерческим банкам разрешено пользоваться преимуществами широкой свободы деятельности, они также должны нести исключительную ответственность за свои ошибки. Социализация риска ведет к возникновению проблем морального порядка. Социализированное вознаграждение разрушает стимулы к эффективной работе; следовательно, наиболее адекватная и выгодная политика - это сделать персональными как вознаграждение, так и риск. Опыт показывает, что банковские системы обычно наиболее сильны и эффективны там, где они менее всего подчинены назойливым специальным правилам (Cameron 1972: 3-25; Fry 1988: 419-41; Schuler 1992a: 19-27).

Мы не видим нужды в специальных правилах для банков, или в особом правительственном органе, который надзирает над банками, при условии, что Россия примет и будет строго соблюдать общепринятые западные стандарты бухгалтерского учета и обычные законы против мошенничества и хищений, которые распространены в торговле, в основном в развивающихся рыночных экономиках. (Это также не значит, что не нужны законы о банках, не нужно лишь большинство правил регулирования деятельности банков). Мы думаем, что в России желательно возможно иметь только два специальных правила для банков. Одно - требование к коммерческим банкам публиковать ежемесячно, или даже чаще, финансовые отчеты, заверенные руководителями банка. Независимые аудиторские фирмы должны периодически проверять отчеты. В отчетах должны быть указаны крупные заемщики и крупные пакеты акций, вложенные банками, с целью исключения потенциальной возможности фаворитизма при кредитовании. Другое специальное положение касается уголовной ответственности для руководителей государственных коммерческих банков, которые делают очевидные крупные ошибки; если бюрократические власти не могут изобрести другие эффективные меры на период, пока эти банки не приватизированы. Введение уголовной ответственности хорошо сработало в деле стимулирования разумного поведения руководителей государственных коммерческих банков на Тайване (Fry и Nuti 1992: 37, цит. Patrick 1990: 34).

Один из существующих видов регулирования деятельности банков, который должен быть отменен, - это требования к резервам, которые являются своего рода налогом на деятельность коммерческих банков. Они приносят вред заимодавцам и заемщикам, увеличивая разрыв между процентными ставками на депозиты и процентными ставками на займы, которые должны требовать коммерческие банки, чтобы получить прибыль.[87] В настоящее время коммерческие банки, исключая Сберегательный Банк, должны держать не приносящие процентов резервы в размере 20% от депозитов в Центральном Банке России. Все коммерческие банки обязаны платить сбор в 3% от общего дохода центральному банку в качестве депозитных и других страховок, а также платить обычные налоги по сделкам в размере 30% от чистого дохода. Бремя налогов и риска, связанного с компенсацией чрезвычайно высокой и резко колеблющейся инфляции, приводит к тому, что для получения приемлемой прибыли, коммерческие банки в России вынуждены

[87] Для того, чтобы требования к резервам не мешали стабилизации капиталов, нужны невероятные условия. См.: Fry 1988: 108-125).

поддерживать процентные ставки на уровне 100% и выше (см. World Bank 1992b: 113). Это в сравнении с 2-4% в развитых странах (см. IMF 1992f: 48). России нужно сократить разрыв между процентными ставками на депозиты и процентными ставками на займы, чтобы стимулировать возврат сбережений в отечественную финансовую систему;

следовательно, требования к резервам выглядят непродуктивными. Резервы негосударственных коммерческих банков должны определяться исключительно представлением самих банков об их разумном размере. Для резервов государственных коммерческих банков требуется наблюдение со стороны опытных западных банкиров, до тех пор, пока эти банки не станут более опытными в ориентированном на прибыль банковском деле. Невозможность для российского валютного фонда выступать в роли последнего кредитора в критической ситуации для коммерческих банков вынудит их с надлежащей тщательностью выбирать объем резервов, который кажется разумным.

Другой вид регулирования, который должен быть отменен, - это ограничения на виды деятельности, которыми могут заниматься банки. Россия должна последовать западному примеру, разрешая банкам быть во владении или владеть компаниями, которые занимаются другими видами бизнеса.[88] Нет необходимости разделять такую деятельность коммерческих банков, как ипотека, и деятельность инвестиционных банков, такую, как владение акциями корпораций. В Соединенных Штатах рыночные силы стирают официальное разделение между коммерческими и инвестиционными банками; это доказывает, что такое разделение бесполезно. Немецкая система "универсального" банка, которая сочетает деятельность коммерческих банков и инвестиционных банков, удивительно стабильна и является более подходящей для России моделью, чем американская система коммерческих банков. Сейчас в России остро стоят проблемы сбора информации и наблюдения за деятельностью фирм. Разрешив банкам иметь акции фирм, которым они дали займы, можно улучшить их возможности наблюдения за фирмами (Corbett и Mayer 1991: 56, 66-8).[89] Некоторые читатели могут согласиться с тем, что обширные специальные инструкции для коммерческих банков не нужны, но им трудно смириться с отсутствием центрального банка в качестве последнего кредитора в критической ситуации при систем валютного фонда. Наш анализ российской системы коммерческих банков показывает, что на самом деле существование Центрального Банка России в качестве последнего кредитора является главной причиной проблем, которые беспокоят в настоящее время систему, и что решение этих проблем требует отмены последнего кредитора в критической ситуации, который существует в системе центрального банка. Следующая глава объясняет как коммерческие банки могут оставаться ликвидными, прибегая к другим средствам нежели использование центрального банка как последнего кредитора.

## ИЗМЕНЕНИЕ СТРУКТУКРЫ ОБАНКРОТИВШИХСЯ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

Многие российские коммерческие банки, особенно государственные, имеют депозитные пассивы, которые превышают настоящую стоимость их займов и других активов. Они бы обанкротились, если бы не займы от их последнего кредитора, Центрального Банка России, и не сверхинфляция, которая снижает реальную стоимость их пассивов.

Российский валютный фонд покончит со сверхинфляцией и не будет являться последним кредитором в критической ситуации для коммерческих банков. Следовательно, многие существующие ныне коммерческие банки обанкротятся, и российскому правительству нужно будет придумывать процедуры, применяемые при банкротствах коммерческих банков. Немногочисленные банкротства отечественных банков не будет таким бедствием, каким оно стало бы несколько лет назад, поскольку сейчас россияне держат большинство своих сбережений вне отечественной банковской системы, в виде

---

[88] Broker и Schuijer (1991) описывают западную тенденцию.

[89] Противоположное мнение см.: Long и Sagari (1991: 434-5).

иностранных банкнот и депозитов в иностранных банках. В дальнейшем система валютного фонда стимулирует создание филиалов иностранных коммерческих банков, которые станут надежными учреждениями для депозитов и платежей и альтернативой отечественным коммерческим банкам.

Российское правительство уже объявило о своем намерении корпоратизировать и, в конечном итоге, приватизировать государственные коммерческие банки и, с помощью корпоратизации и приватизации государственных предприятий, сделать то же самое с принадлежащими им коммерческими банками. Система валютного фонда заставит правительство достичь своей цели более быстро. Вопрос в том, каким образом достичь эту цель.

Нужно провести различие между депозитами в коммерческих банках, участвовавших перед открытием валютного фонда, и депозитами, сделанными после этого. В настоящее время российское правительство прямо или косвенно выступает гарантом всех депозитов. В целях сохранения престижа правительство, однако, может продолжать выступать гарантом старых депозитов, того их объема, который существовал непосредственно перед открытием валютного фонда. Гарантия на старые депозиты закончится для коммерческих банков, не объявивших о своем банкротстве в течение, скажем, двух лет после открытия валютного фонда.

Есть два способа сбалансировать старые активы и старые пассивы обанкротившихся коммерческих банков: увеличить активы или же уменьшить пассивы этих банков. Мы не рекомендуем уменьшать пассивы. Правительство не должно конфисковывать или замораживать депозиты частных лиц и предприятий в обанкротившихся коммерческих банках. Это еще более снизит доверие к существующим в России коммерческим банкам, так как напомнит о таких сомнительных советских денежных реформах, как конфискация 50- и 100-рублевых банкнот в январе 1991 года и замораживание депозитов во Внешэкономбанке в декабре 1991 года. Вместо этого правительство должно пополнить активы обанкротившихся коммерческих банков, дав им акции предприятий, не погасивших банковских займов, или приватизационные ваучеры, или, что менее желательно, правительственные облигации без права передачи, сумма которых была бы эквивалентна разнице между активами и пассивами этих банков.[90] Правительство также может перепрофилировать или закрыть обанкротившиеся коммерческие банки после пополнения их активов, например, продав их платежеспособным и межгосударственным коммерческим банкам. При варианте превращения в валютный фонд центрального банка приватизационные ваучеры или облигации должны быть даны коммерческим банкам только в том случае, если их излишек резервов (определение его дано в главе 5) недостаточен для покрытия просроченных долгов по займам. При варианте с параллельной валютой никаких излишков резервов не будет существовать, так как валютный фонд не будет обеспечивать денежную базу рубля центрального банка.

Обращение с наличными и безналичными депозитами обсуждается ниже в этой главе.

## ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Даже при наличии твердой валюты и сильной, конкурентоспособной системы коммерческих банков реальные процентные ставки в России будут высокими, если не будут обеспечены права на собственность. Гарантированное право на собственность уменьшит премию за риск, входящую в реальные процентные ставки и компенсирующую политический риск. Гарантированное право на собственность будет стимулировать

---

[90] Похожее предложение см.: Hinds (1990: 74-8). См. также: Aghevli и др. (1992: 15) о решении, использованном в Чехословакии в 1991 году. Mates (1992) возражает против переструктурирования государственных предприятий причем передачи правительству ответственности за долги предприятий, а также передачи государственных облигаций предприятиям-кредиторам.

инвестиции в Россию со стороны иностранцев и россиян, имеющих активы за рубежом, что увеличит предложение займов и понизит реальные процентные ставки.

Российское правительство может создать условия, ведущие к низким реальным процентным ставкам. Один из путей сделать это - приватизация гораздо большего количества земли в городе и деревне. Российский Парламента занимает по этому вопросу весьма нерешительную позицию. Так, в апреле 1993 года не был принят закон который бы позволил более крупномасштабную передачу в собственность частным лицам и перепродажу земли, в то время как была разрешена передача в собственность частным лицам и перепродажа более мелких участков земли (Marnie 1993). Такой закон необходим, если Россия желает в полной мере перейти в к рыночной экономике. Частная собственность на квартиры, магазины и фермерскую землю в более широком масштабе позволит владельцам предложить собственность в качестве залога под банковские займы, снижая стоимость неуплаты по обязательствам и давая возможность коммерческим банкам предлагать более низкие ставки по займам. Путем создания широко распространенного нового типа залога, приватизация земли мобилизует инвестиции. Позволив иностранцам владеть землей на тех же основаниях, что и россиянам, можно стимулировать иностранные инвестиции. В долговременной перспективе большая часть инвестиций в российскую экономику придет от россиян, если будет наблюдаться быстрый экономический рост. Однако, особенно вначале, иностранные инвестиции могут смягчить шок от экономических реформ, позволив россиянам увеличить свое потребление сейчас, когда она на низком уровне, и оправдав себя позднее, когда потребление возрастет по мере дальнейшего движения России к рыночной экономике.

Гарантированное право на собственность включает в себя право кредитора требовать от заемщика собственность в качестве компенсации за неуплату долга. Законы о банкротстве должны будут строго выполняться. России нужно больше судей, имеющих опыт ведения дел о банкротстве и она должна модифицировать свою систему применения законов в соответствии с видами деятельности, не существовавшими в централизованной плановой экономике.

Свобода в заключении контрактов, совершении платежей и вкладов в любой валюте, которую будут иметь россияне при системе валютного фонда, позволит им брать взаймы под самые низкие реальные процентные ставки, соответствующие свободному рынку кредитов. Если россияне опасаются, что рубль валютного фонда будет девальвирован по отношению к резервной валюте, они могут использовать резервную валюту, обращая ее в рубли валютного фонда только по мере необходимости. Стоить это будет небольшой платы за обмен (если обмен совершается через коммерческие банки) или ничего (если обменивать через валютный фонд). По мере того, как люди станут доверять валютному фонду, они будут все больше делать займы в рублях валютного фонда, и реальные процентные ставки в рублях валютного фонда уменьшатся. Если будут обеспечены права на собственность, арбитражные сделки с зарубежными финансовыми рынками, особенно в резервной стране, довольно быстро снизят реальные процентные ставки до уровня, близкого к уровню резервной страны.

## СИСТЕМА ПЛАТЕЖЕЙ

Уже только за счет обеспечения твердости валюты российский валютный фонд в какой-то мере улучшит систему платежей и ужесточит бюджетные ограничения. Платежи больше не будут терять большую часть своей реальной стоимости во время прохождения от плательщика к покупателю. Однако в системе платежей требуется более радикальная реформа, чтобы она могла обслуживать российскую экономику так же хорошо, как это делает западная система платежей. Российские коммерческие банки, которые не обанкротятся, должны стать конкурентоспособными по отношению к иностранным коммерческим банкам, которые откроют свои отделения при системе валютного фонда. Сохранившаяся нынешняя система платежей поставит российские коммерческие банки в невыгодное положение по сравнению с иностранными банками, у которых более быстрые и менее подверженные ошибкам процедуры платежей.

Конкуренция так же необходима системе платежей, как и системе коммерческих банков. Центральный Банк России, который занимается системой платежей, препятствует коммерческим банкам развивать конкурирующие системы платежей, которые обходились бы без его участия (Summers 1992: 18). Будет ли центральный банк превращен в валютный фонд, или продолжит на время свое существование в качестве эмитента параллельной валюты, его права на ограничение конкуренции платежных систем должны быть отменены. Деятельность платежной системы центрального банка должна быть приватизирована. Получив возможность руководить существующей системой платежей, превращенной в консорциум, или развивая конкурирующие системы платежей, российские коммерческие банки отреагируют на это быстро, потому что существует много путей быстрого улучшения платежной системы.[91]

Возможно, будет полезно участие российского валютного фонда в окончательном погашении платежей, как это было с некоторыми валютными фондами в прошлом. В отличие от Центрального Банка России, фонд не будет иметь возможности препятствовать развитию конкурирующих платежных систем. Сочетание регулирования платежей и обычной деятельности валютного фонда по валютному обмену с коммерческими банками может способствовать экономии на стоимости операций в системе платежей. Кроме того, коммерческие банки могут признать в лице валютного фонда более всего внушающий доверие институт для хранения своих расчетных счетов и платежных операций.

Если российский валютный фонд будет участвовать в платежной системе, он не должен выступать гарантом платежей коммерческих банков, близких к банкротству, как это делают Федеральная резервная система США и некоторые другие центральные банки. Коммерческие банки сами должны нести ответственность за риск неуплаты, как они это делают в платежной системе Швейцарии и некоторых других стран (см. Economist 1992b). Гарантия платежа со стороны валютного фонда сделает его последним кредитором в критической ситуации. Участие валютного фонда в системе платежей должно диктоваться его собственными интересами, а не приводить к выдаче субсидий из его сеньоража от выпуска банкнот и монет.

Другая черта платежной системы, которую необходимо реформировать, -это разделение на наличный и безналичный денежный оборот. Как было объяснено в главе 3, наличный оборот включает в себя депозиты предприятий. При варианте с параллельной валютой разделение наличного и безналичного оборотов может продолжаться в отношении рублей центрального банка, однако коммерческие банки по закону будут обязаны принимать все депозиты в рублях валютного фонда, которые можно обратить в банкноты и монеты валютного фонда. При варианте с превращением центрального банка в валютный фонд необходимо будет покончить с этим разделением, так как все депозиты в отечественной валюте будут в рублях валютного фонда, а система валютного фонда требует от депозитов конвертируемости в наличность.

Справедливым способом покончить с разделением между наличным и безналичным финансовыми оборотами является принятие закона, по которому рубли безналичных депозитов обращались бы в меньшую сумму рублей депозитов, обратимых в наличность. В настоящее время безналичными рублями неофициально торгуют по заниженной, по сравнению с наличными рублями, стоимости, так как они менее нужны. Обращение рублевых безналичных депозитов в рублевые наличные по курсу 1:1 будет нежелательным, поскольку это перераспределит материальные ценности из наличного оборота в безналичный. Курс обращения должен быть равен преобладающему неофициальному курсу, который существует перед объявлением о реформе. Безналичные депозиты могут быть обращены в наличные по курсу, например, 1,3 рубля безналичного депозита на 1 рубль наличного. Обращение не будет конфискационным, оно обменяет безналичные депозиты на наличные по эквивалентной реальной стоимости. После обращения, все депозиты будут конвертируемы в наличность.

---

[91] Об идеях реформирования системы платежей в рамках существующей системы см.: Sachs и Lipton (1992: 45-6), а также Summers (1992).

Если российское правительство выберет вариант с превращением в валютный фонд центрального банка, будет необходимо разработать процедуры для работы с существующими контрактами, в которых определена оплата в рублях центрального банка. Сильным аргументом может стать следующий. Обращение рублей центрального банка в рубли валютного фонда в отношении 1:1 в отношении долгосрочных контрактов будет означать несправедливое бремя для должников. Подробности процедур для работы со старыми контрактами выходят за рамки этой книги, но возможным решением может быть разрешение контрактов, в которых зафиксированная сумма в рублях центрального банка может быть изменена до размера, остающегося для оплаты после установления обменного курса между рублем валютного фонда и резервной валютой. При варианте с параллельной валютой существующие контракты, в которых указана сумма платежей в рублях центрального банка, могут полностью оставаться в силе. В любом случае, так как из-за сверхинфляции долгосрочных контрактов довольно мало, это не будет представлять большой проблемы.

## МЕЖРЕСПУБЛИКАНСКИЕ ПЛАТЕЖИ, ВАЛЮТНЫЕ КУРСЫ

Поскольку рубль валютного фонда будет полностью конвертируемым, не будет нужды продолжать использовать двусторонние клиринговые соглашения, которые сейчас существуют между Россией и другими бывшими советскими республиками. Правительство и Центральный Банк России может прекратить их использование при межреспубликанских платежах и оставить эту задачу и риск, связанный с приемом платежей в валютах других республик, коммерческим банкам и другим субъектам рынка. Правительство и Центральный Банк также не будут в этом случае вмешиваться в вопросы, связанные с обменом валюты. Правительство должно отменить ограничения на обмен валюты, включая правила, по которым 50% доходов в иностранной валюте должны обмениваться на рубли и которые требуют специальных лицензий для операций в иностранной валюте. Коммерческие банки, особенно иностранные коммерческие банки, могут предложить более разнообразные и удобные средства для проведения межреспубликанского обмена и обмена с зарубежными странами, чем те, которые применяет сейчас центральный банк.

Многие денежные реформы, такие как эстонская реформа, проведенная в июне 1992 года, положили ограничения на депозиты в иностранной валюте (см. главу 4). Для поддержки рубля валютного фонда такие ограничения не понадобятся. Рубль валютного фонда будет легальным средством уплаты налогов и погашения долгов в России; следовательно, он будет использоваться, если в контракте не указана другая валюта. Как уже отмечалось, его не будут насильно навязывать в качестве средства уплаты долгов частных лиц, россиянам должно быть разрешено использование других валют, либо товаров, в качестве средств платежа или единицы счета, если этого хотят обе стороны, участвующие в сделке. Россияне должны пользоваться свободой в заключении контрактов, совершении платежей и вложений в любой валюте, которую они пожелают выбрать.

## ВНЕШНИЙ ДОЛГ

Российское Правительство приняло на себя ответственность за весь внешний долг бывшего Советского Союза, в обмен на собственность на определенные активы бывшего Советского правительства. Российское Правительство не в состоянии выплатить большую часть внешнего долга, который составляет 86 миллиардов долларов, и полностью подлежит оплате в иностранной валюте. Система валютного фонда позволит российскому правительству быстрее выплачивать долг, чем оно делает это сейчас. Выпуская твердую валюту, российский валютный фонд будет стимулировать иностранные инвестиции, которые приведут к экономическому росту, и в конечном счете принесут правительству большие доходы, чем при денежной системе со слабой валютой. Даже при системе валютного фонда иностранным кредиторам России возможно придется простить часть долга, но в конечном итоге объем выплат будет больше, чем в случае, если денежную политику будет продолжать проводить Центральный Банк России.

## ЗАРПЛАТЫ И ЦЕНЫ

Жесткие бюджетные ограничения, фиксированный обменный курс по отношению к резервной валюте и полная конвертируемость при системе валютного фонда неизбежно повлечет за собой корректировку зарплат и цен. В этой части книги описывается, чем будут определяться зарплаты и цены в России сразу после открытия российского валютного фонда.

Валютный фонд будет поддерживать фиксированный обменный курс между рублем валютного фонда и резервной валютой. Фиксированный курс будет служить "якорем" для номинальных зарплат и цен в рублях валютного фонда (см. главу 4). Невозможно знать заранее точные размеры зарплат и цен в системе валютного фонда. Рыночные силы будут определять зарплату и цены без всяких помех. Рубль валютного фонда облегчит корректировку зарплат и цен, так как он будет более стабильной единицей счета, чем сейчас рубль центрального банка. Некоторые субъекты рынка могут ошибиться в установлении зарплат и цен, вызывая тем самым переизбыток или недостаток товаров. Арбитражные операции других субъектов рынка, однако, призваны исправлять ошибки в определении цен. Как и во всех рыночных экономиках, небольшие излишки или недостачи товара будут случаться, но они будут гораздо менее резкими, чем сейчас, в российской нарождающейся и не полностью развитой рыночной экономике. Расхождение в ценах по регионам России также уменьшится, так как стабильность рубля валютного фонда в качестве единицы счета сделает возможным точный расчет цен.

Важно, чтобы после основания валютного фонда зарплаты и цены в России были бы гибкими. Гибкость позволит зарплатам и ценам со временем достигнуть чисто рыночного уровня, задаваемого обменным курсом. Приватизация государственной собственности поможет сделать зарплаты и цены более гибкими, так как частный сектор российской экономики более атомистичен и более приспособлен к быстрой корректировке, чем государственный сектор. Правительство не должно регулировать зарплаты и цены в частном секторе или на государственных акционерных предприятиях с жесткими бюджетными ограничениями, кроме, возможно, цен на коммунальные услуги, которыми пользуются все. В системе валютного фонда контроль над зарплатами и ценами не нужен для "борьбы" с инфляцией; система валютного фонда делает это сама, поддерживая фиксированный обменный курс по отношению к стабильной резервной валюте.

Далее разрешите нам описать, чем будут определяться зарплаты и цены в системе российского валютного фонда. Многие зарплаты и цены сейчас выше или ниже своих чисто рыночных уровней. После перехода на рубли валютного фонда, они также будут выше или ниже своих чисто рыночных уровней. Корректировка с помощью проб и ошибок будет необходима, какую бы денежную систему Россия не имела; не существует единственной формулы для определения чисто рыночных сравнительных цен на товары. Однако, если валютный фонд основан как эмитент параллельной валюты, влияние на общий уровень цен будет другим, чем если Центральный Банк России будет превращен в валютный фонд. При варианте с параллельной валютой Правительство не будет устанавливать обменный курс, который повлиял бы на общий уровень российских зарплат и цен по сравнению с зарплатами и ценами за рубежом. Никого не будут принуждать к использованию рубля валютного фонда и обменный курс рубля валютного фонда по отношению к рублю центрального банка будет определяться рыночными силами. При варианте с параллельной валютой роль правительства пассивна, кроме того момента, что оно, как и другие субъекты, использующие рубль валютного фонда, должно будет перевести цены в рублях центрального банка в цены в рублях валютного фонда. Правительству не нужно устанавливать курсы обмена для сделок в частном секторе российской экономики. При варианте с превращением в валютный фонд центрального банка, наоборот, Правительство обязано установить курсы обмена.

При обоих вариантах оснований российского валютного фонда остается практический вопрос - какой курс использовать для перевода зарплат и цен в рублях центрального банка в рубли валютного фонда. Очевидное решение - использовать рыночный обменный курс рубля центрального банка по отношению к резервной валюте в качестве начальной точки установления цен в рублях валютного фонда. Предположим, что работник получает

жалованье в 10 000 рублей центрального банка. Предположим также, что рыночный обменный курс равен 1000 рублей центрального банка за доллар США, что доллар является резервной валютой и что один рубль валютного фонда равен одному доллару. Теперь, если работнику платят в рублях валютного фонда, он может вначале получать 10 рублей валютного фонда в месяц, что эквивалентно его предыдущему жалованью в 10 000 рублей центрального банка.

Сверхинфляция делает цены в рублях, не индексированные с инфляцией или с обменным курсом, очень низкими в измерении конвертируемой валюты. После ввода в обращение рубля валютного фонда реальные зарплаты и цены в России могут значительно подняться, так как люди поверят в будущий подъем российской экономики. Так обычно случается после успешной денежной реформы. Российское правительство не должно стараться приблизить будущий успех, устанавливая с самого начала зарплаты и цены в рублях валютного фонда на высоком уровне; это может только привести к безработице. Так же правительство позднее не должно стараться уменьшить рост зарплат и цен, устанавливая контроль над частным сектором.

Фиксированный обменный курс рубля валютного фонда по отношению к резервной валюте установит нижнюю и верхнюю границы зарплат и цен в России. Зарплаты и цены будут отражать стоимость российских работников и товаров по сравнению с работниками и товарами за границей, в частности в резервной стране. Зарплату и цены в России будут расти до урорвня, сравнимого с уровнем резервной страны, плюс добавка за ожидаемый рост производительности труда российских работников, за землю и так далее (см. главу 4). Рост может быть довольно значительным, особенно в первые несколько лет, но это естественно для быстро развивающейся экономики с твердой валютой. Реальные зарплаты могут расти так же быстро, как это было в Гонконге.

## СТАБИЛИЗАЦИОННЫЙ КРИЗИС?

Высокие реальные процентные ставки и поначалу негибкие зарплаты, унаследованные от нынешней экономической ситуации, могут вызвать "стабилизационный кризис", последний спад экономической активности, который случается перед началом устойчивого роста экономики с реформированной денежной системой. Стабилизационный кризис после окончания гиперинфляции случается не всегда и, возможно, его не будет в России, так как производство уже может находиться в самой низкой точке. Вариант с параллельной валютой может позволить России повторить опыт 1920-х годов, когда производство возросло, несмотря на гиперинфляцию старой валюту (см. главу 9).

Если стабилизационный кризис случится, мало что можно будет сделать, чтобы его избежать. Система валютного фонда может смягчить некоторые неблагоприятные для экономики моменты, обеспечив твердой валютой и стимулируя иностранные инвестиции, но она не может отвести все чувствительные удары. Советские и российские правительства сделали много ошибок в экономической политике, которые плохо повлияли на российскую экономику вне зависимости от того, какую денежную систему имела Россия. Продолжение Центральным Банком России нынешней политики сверхинфляции в конце концов нанесет еще больший вред российской экономике. Система валютного фонда сведет до минимума трудности для российской экономики по сравнению с продолжением политики сверхинфляции или попытками стабилизировать рубль, который не пользуется доверием. России нужно выбрать между возможным временным спадом производства при системе валютного фонда, который будет быстро преодолен, и продолжением сокращения системы центрального банка с вероятным долгим периодом стагнации.

Если случится стабилизационный кризис, вследствие этого безработица будет продолжать расти, даже если увеличится производство, так как жесткие бюджетные ограничения заставят некоторые государственные предприятия увольнять работников. Правительство может сократить безработицу, предоставляя субсидии для сохранения рабочих мест на определенных государственных предприятиях. Давать субсидии этим предприятиям возможно будет стоить меньше, чем платить пособия по безработице работникам. Повторяем, насчет этого должны проводиться интенсивные политические

дебаты, но здесь мы не будем вмешиваться в них. Жесткие бюджетные ограничения, которые введет валютный фонд, установит размеры этих субсидий.

## ИНДЕКСАЦИЯ

В апреле 1993 года Российское Правительство выработало законы, позволяющие индексировать заработную плату в государственном секторе, пенсии и вклады в Сберегательном банке по отношению к росту инфляции. Если Россия учредит валютный фонд, то правительство не должно будет проводить какие бы то ни было индексации в связи с ростом инфляции. Политика индексации препятствует самокорректировке относительных цен, а именно этого мы намерены избежать путем ввода твердой валюты.

## 8. ВОЗРАЖЕНИЯ ПРОТИВ СОЗДАНИЯ ВАЛЮТНОГО ФОНДА В РОССИИ

В этой книге доказывалось, что система валютного фонда сможет обеспечить твердую валюту и условия, при которых могут быть решены другие проблемы современной российской денежной системы. Для исследования того, имеет ли основание валютного фонда минусы по сравнению с разрешением определять денежную политику Центральному Банку России, в этой главе рассматриваются основные возражения против валютного фонда в России.

В 1950-1960-х годах было заявлено, что система валютного фонда имеет явные недостатки по сравнению с системой центрального банка. Более современные экономические теории опровергали или снизили значимость этих возражений против системы валютного фонда, однако, в силу того, что возражения продолжают приводиться, и не существует широко известных опровержений, в этой главе мы кратко коснемся этих, а также более современных, возражений.[92] Возражения против системы валютного фонда не применяются в полную силу в отношении варианта с параллельной валютой. Однако для чистоты аргументации предположим, что Центральный Банк России был превращен в валютный фонд или что Центральный банк России исчез, так как никто не пользовался его валютой.

Большинство возражений, которые приводились экономистами в отношении системы валютного фонда, в печати и в беседах с нами, были чисто теоретическими, и зачастую не учитывали исторический опыт систем валютных фондов, который суммируется в главе 4. Многие из этих теоретических возражений имеют малое практическое значение для систем валютных фондов. Многие возражения против системы валютного фонда также не учитывают необходимость систематического сравнения денежных институтов. Система валютного фонда и система центрального банка - каждая представляет из себя единое целое. Каждая определенная их черта предполагает наличие другой определенной черты, следовательно, никто не может сказать, что преимущества какой-то из них независимы от ее недостатков. Например, гибкость, возможная при проведении денежной политики полностью по своему усмотрению, неизбежно связана с риском сверхинфляции.

Мы начнем с общих возражений против валютного фонда в России, и продолжим более конкретными, основанными на специфике нынешней экономической и политической ситуации в России. Наиболее общим возражением является то, что денежная политика, проводимая по своему усмотрению, более эффективна при стабилизации экономики, чем связанная правилами денежная политика. На это возражение мы уже ответили в главе 2.

### ОТСУТСТВИЕ ПОСЛЕДНЕГО КРЕДИТОРА В КРИТИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

Вероятно наиболее распространенным возражением против системы валютного фонда является то, что она способствует финансовой панике, так как при этой системе отсутствует последний кредитор в критической ситуации.[93]

Один из возможных ответов - правительство само может выступать последним кредитором, даже если не существует центрального банка. Правительство может давать займы коммерческим банкам, например, правительство Гонконга несколько раз платило вкладчикам неплатежеспособных банков из накопленного им бюджетного избытка (Freris

---

[92] Из лучших старых критиков см.: ‘Analyst’ (1953), Basu (1971: 54-66, 240-4), Hazlewood (1954) и Nevin (1961: 1-44, 67-71). См. также некоторые статьи в Drake (1966). Современные критики - Bofinger (1991), Fieleke (1992), Fratianni и Др. (1992: 42-3), Havrylyshyn и Williamson (1991: 39-40), и Schwartz (1992b: 18-21). Опровержения см.: Greaves (1953), King (1957: 61-99) и особенно Ow (1985: 54-86).

[93] Хорошее недавнее описание центрального банка как последнего кредитора в критической ситуации для коммерческих банков см. в Goodhart (1988: 96-102).

1991: 38-9). Отсутствие центрального банка просто не позволяет правительству участвовать в создании инфляции.

Более фундаментальный ответ состоит в том, что финансируемый правительством последний кредитор больше создает проблемы, чем их разрешает. Как было объяснено в главе 1, Центральный Банк России и многие другие центральные банки являются последними кредиторами не только для коммерческих банков, но и для государственных предприятий и правительства. Значительные задолженности, которые накопили российские государственные предприятия, являются примером проблемы морального порядка, причиной которой является существование в России последнего кредитора в критической ситуации. Даже если бы Центральному Банку России позволили выступать последним кредитором только для коммерческих банков, проблема морального порядка, осталась бы, поскольку коммерческие банки рассчитывают, что центральный банк спасет их, когда они станут неликвидными.

Отсутствие центрального банка как последнего кредитора, по-видимому, не нанесет ущерба системе валютного фонда. В системе валютного фонда банкротство коммерческих банков было редким явлением. Ни один крупный коммерческий банк не обанкротился при этой системе, а потери вкладчиков от банкротств нескольких мелких коммерческих банков были незначительными (Schuler 1992b: 191-3). Со времени основания в 1849 году первого валютного фонда, очевидно не было ни одного случая, когда бы британские колониальные банки в системах валютных фондов ("имперские банки") обратились к Английскому Банку как к последнему кредитору. Коммерческим банкам в системах валютных фондов не нужен последний кредитор. Следовательно, представляется вероятным, что, после определенного рода перепрофилирования, описанного в предыдущей главе, коммерческие банки в системе российского валютного фонда станут сильными, надежными и способными сохранять свою ликвидность без финансируемого правительством последнего кредитора.

Двумя важными источниками надежности коммерческих банков в системах валютного фонда были рынки межбанковских займов и сети отделений в крупных странах. По мере развития российской системы коммерческих банков очевидно будет развиваться и крупный рынок межбанковских займов. Неликвидные банки будут занимать у ликвидных, как они это делают в системе валютного фонда Гонконга и в системах центрального банка многих других стран. Брать займы можно не только на отечественном рынке, коммерческие банки могут также занимать за границей и на рынках Евровалюты. Устранив риск, связанный с обменом на резервную валюту, валютный фонд облегчит российским коммерческим банкам доступ к зарубежным финансовым рынкам. Система валютного фонда также будет стимулировать основание отделений иностранных коммерческих банков в России, фактически тем самым импортируя доступ к зарубежным финансовым рынкам. Коммерческие банки, которые имеют сеть отделений в различных странах, могут распределять свой риск, делая его менее зависимым от экономических трудностей в отдельных странах. При системе валютного фонда россияне смогут пользоваться преимуществами надежных коммерческих банков с сетями отделений в различных странах, законным образом вкладывая средства в эти банки в России, как некоторые россияне делают сейчас нелегально за границей.

Риск возникновения финансовой паники в системе валютного фонда также может быть уменьшен с помощью добровольного страхования депозитов частными фирмами. Государственное страхование депозитов, прямое или косвенное, вероятно будет осуществляться за счет россиян - налогоплательщиков. Во многих странах, где коммерческим банкам предоставлена большая свобода, например, в Великобритании и Канаде, до недавнего времени государственное страхование депозитов не осуществлялось, так как этого не хотели коммерческие банки. В Соединенных Штатах, где деятельность коммерческих банков регулируется больше, спасение правительством коммерческих банков обходится налогоплательщикам в сотни миллиардов долларов, в несколько раз больше, чем потеряли бы вкладчики от банкротств нескольких банков. Конкуренция обеспечивает надежность банков, и это лучшая гарантия безопасности. Если обязательное страхование депозитов считается политической необходимостью, этим должны заниматься сами банки, как в системах добровольного страхования частными компаниями, существующих в Швейцарии, Германии и других странах (список см. Talley и

Mas 1990). Страховка должна покрывать не более, скажем, 80% стоимости крупных депозитов, чтобы вкладчики стремились избегать неразумно управляемых банков, которые платят невыдержимо высокие проценты.

Еще один способ уменьшить риск финансовой паники - ввести в контракты российских коммерческих банков и их вкладчиков "примечание об условиях снятия со счета" (условие об опционе). Примечание об условиях снятия со счета позволит коммерческим банкам задерживать на установленный период требования вкладчиков по конвертированию банкнот в банкноты и монеты валютного фонда. В обмен банк будет платить штрафной процент: например, 3% сверх ставки, установленной перед применением примечания об условиях снятия со счета. Банки будут свободно выбирать - предлагать такое примечание или нет, а вкладчики свободно решать - иметь дело с таким банком или нет. Примечание об условиях снятия со счета имеет прецеденты, например, они были широко распространены среди сберегательных банков в Соединенных Штатах где-то до 1970-х годов.[94]

## РОССИЯ СЛИШКОМ ВЕЛИКА ДЛЯ ВАЛЮТНОГО ФОНДА?

Еще одно возражение против системы валютного фонда состоит в том, что она подходит для открытых (в большой степени зависящих от внешней торговли) маленьких экономик, таких как Гонконг, а не для закрытых (с небольшой внешней торговлей) крупных экономик, таких как Россия. Это возражение подразумевает, что искусственно связанный, или плавающий обменный курс обеспечит большую экономическую стабильность, чем фиксированный.

Мы можем ответить, что Россия является маленькой открытой экономикой. Ее ВВП в 1992 году, при обращении в доллары США по среднему биржевому курсу, составлял около 75 миллиардов долларов, по сравнению с 93 миллиардов долларов Гонконга (Hong Kong 1992: 11). Российская экономика является, или по крайней мере была, открытой: в 1990 году из России было вывезено 17% от ВВП, а ввезено около 25% от ВВП (IMF 1992c; 6-7; см. также World Bank 1992b: 121), что является нормой для крупных стран Западной Европы. (Признаем, что открытость российской экономики в какой-то мере искусственная. Россия много торгует с другими бывшими советскими республиками, что является результатом централизованной плановой экономики, и мало - с остальным миром. Торговля с бывшими советскими республиками уменьшилась в 1992 году, и будет продолжать уменьшаться в 1993 году [Williamson 1992: 7-9; World Bank 1992b: 120]).

Более серьезный ответ - это то, что термины "большая" и даже "экономика" весьма неопределенны. Любую экономическую совокупность можно сделать по желанию большой или маленькой, открытой или закрытой, переставляя ее границы. Российская экономика может быть большой, по крайней мере в смысле населения, если рассматривать ее как группу региональных экономик (западная часть России, Урал, Сибирь, Дальний Восток). Единственная полностью закрытая экономика - это весь мир. Почти любая часть этого мира ведет внешнюю торговлю, следовательно, почти любая часть до какой-то степени является открытой экономикой. Каждая большая экономика составлена из более мелких экономических единиц. В связи с этим экономистам трудно изобретать общепринятые

---

[94] Dowd (1988) анализирует условия опциона в контексте системы свободного банка (см. главу 8). Исторические примеры использования условий при сделках с премией в системах свободного банка см.: Jonung (1989) и White (1984: 26, 29-30). Hayek (1937: 92) отмечает еще один опцион по типу последнего кредитора в критической ситуации: возможность в случае крайней необходимости выпуска банкнот с менее чем 100% резервов иностранной валюты при системе, при которой обычно имеются 100% резервов иностранной валюты по отношению к объему банкнот в обращении. В предложении Хайека трудно достаточно конкретно определить условия, необходимые для предотвращения того, чтобы денежная политика валютного фонда стала менее связанной правилами и более дискретной.

формулировки (дефиниции)- что такое большая, маленькая, открытая или закрытая экономика.

Если даже принять термины "большой", "маленький", "открытый" и "закрытый" в качестве имеющих смысл для денежной политики, то опыт показывает, что упомянутые возражения не имеют практического значения для системы валютного фонда. Валютные фонды имели успех в маленьких, открытых экономиках, таких как Гонконг, и в крупных (по населению), закрытых экономиках, таких как Нигерия и Британская Восточная Африка, которые вначале мало торговали с внешним миром. Валютные фонды открывали прежде закрытые экономики, обеспечивая их твердой валютой, которая стимулировала торговлю. Валютный фонд позволит ей сделать это. Основной причиной низкого уровня торговли между Россией и странами, не входившими в состав Советского Союза, является денежная политика Центрального Банка России.

## ФИКСИРОВАННЫЙ ИЛИ ПЛАВАЮЩИЙ ОБМЕННЫЙ КУРС

Еще одним возражением против системы валютного фонда является то, что плавающий обменный курс - самый лучший не только для маленьких, открытых экономик, но и почти для всех стран, большие они или маленькие. Предполагается, что плавающий обменный курс дает лучшие возможности экономике для корректирования изменений в торговой сфере, чем это делает фиксированный обменный курс.

Мы начнем, рассматривая этот аргумент в его собственной терминологии. Мы отвечаем, что фиксированный обменный курс предпочтительней для России, так как вызывающий доверие фиксированный обменный курс усилит надежность денежного и налогового механизма, который перестанет быть объектом политической борьбы. В частности, фиксированный обменный курс покончит с нежесткими бюджетными ограничениями. В настоящее время ожидания, что Центральный Банк России продолжит проводить политику нежестких бюджетных ограничений, вызывают порочный круг инфляции. С другой стороны, фиксированный обменный курс, поддерживаемый валютным фондом, остановит инфляцию, так как жесткие бюджетные ограничения, которые будут введены при системе валютного фонда, вынудят работников и государственные предприятия ограничивать рост зарплат и цен уровнем конкурентоспособности, и не позволят правительству соглашаться с ростом всех зарплат и цен, субсидируя все убыточные государственные предприятия.

Кроме того, фиксированный обменный курс исключит риск, связанный с обменом на резервную валюту. Если вместо этого рубль был бы плавающим по отношению ко всем иностранным валютам, финансовые рынки могли бы до некоторой степени снизить риск обмена для людей, играющих на его понижение, но риск, связанный с обменом других валют, никогда полностью не исчез бы. Если Россия основывает валютный фонд, используя, скажем, в качестве резервной валюты доллар США, она войдет в общую валютную зону, гораздо более населенную и богатую, чем ныне существующая рублевая зона. Торговать со странами в общей валютной зоне будет легче, чем это было бы с плавающим обменным курсом, так как фиксированный обменный курс уберет надбавку за риск обмена цен на товары. Россияне и другие люди в общей валютной зоне смогут делать более точные расчеты цен на товары международной торговли. Это поднимет эффективность экономики, сделав производителями самых дешевых товаров внутри общей валютной зоны тех, кто имеет самые большие естественные преимущества, а не тех, кто временно извлекает выгоду из сильных колебаний обменных курсов, что обычно для искусственного обменного курса и, до некоторой степени, для плавающего обменного курса.[95] Фиксированный обменный курс позволит предпринимателям применять свои таланты на решение других проблем, а не, как в денежной системе с плавающим обменным курсом - для валютных спекуляций и заключения срочных сделок, необходимых

---

[95] Характеристику плавающих обменных курсов после исчезновения системы искусственных обменных курсов Бреттона Вудса в 1973 году см.: MacDonald (1988).

для страхования от инфляции. (Однако при этом сохранится риск, связанный с обменным курсом валют вне общей денежной зоны, так что некоторая часть богатства и таланта всеравно будет связана с валютными спекуляциями.)

Исчезновение риска, связанного с обменом, будет стимулировать иностранные инвестиции в Россию, в частности из других стран, входящих в общую валютную зону. Инвесторы точно будут знать, какой обменный курс они получат в резервной валюте, если они захотят вернуть в свою страну прибыли. Фиксированный обменный курс также позволит России "пастись" на финансовых рынках других стран общей валютной зоны. Предприниматели в России смогут использовать в качестве ориентиров высоколиквидные, хорошо организованные рынки по всей зоне. Внедряться в финансовые рынки по всей зоне также будет легче. Финансовые рынки Запада предлагают возможности для приносящих процент срочных сделок, обменных операций с иностранной валютой и других сделок, которые будут недоступны на таком уровне для России еще многие годы. Легкий доступ к крупным иностранным финансовым рынкам, без риска при обмене, будет способствовать росту российской экономики.

Более глубокий ответ, чем приведенный выше, на возражение по поводу фиксированного обменного курса, состоит в том, что спор о "фиксированном" или плавающем обменном курсе обычно предполагает наличие центрального банка в качестве денежного института. По этой причине защитники плавающего обменного курса (например, Friedman 1988 [1953]: 8-10) правильно утверждают, что обменный курс, поддерживаемый центральным банком, не может быть действительно фиксированным, его просто искусственно поддерживают. Однако, в отличие от типичного центрального банка, типичный валютный фонд способен поддерживать действительно фиксированный обменный курс.[96]

Спор о "фиксированном" (в действительности искусственном) или плавающем обменном курсе обычно предполагает, что все в стране пользуются одной и той же валютой. Однако при системе валютного фонда депозиты в иностранной валюте, в частности, в валюте резервной, были обычным делом. В Гонконге депозиты в иностранной валюте превалировали по отношению к депозитам в гонконгских долларах (Hong Kong 1992: 34; Jao 1992), и были распространены также депозиты в японских йенах (валюте, имеющей плавающий курс к доллару Гонконга). (Как уже было отмечено, несмотря на существование депозитов в иностранной валюте, почти все в Гонконге используют банкноту и монеты гонконгского доллара, а не иностранной валюты). Позволив россиянам держать депозиты в иностранных валютах, система валютного фонда сделает возможным для них выбирать сочетание фиксированных и плавающих валют, наиболее удобное для них. Российская фирма, торгующая с Японией, может захотеть хранить японскую йену. Если рубль валютного фонда имеет плавающий курс по отношению к йене; хранение йены позволит фирме защитить себя в какой-то степени от риска, связанного с обменом, что приведет к увеличению ее прибылей.

Разрешение россиянам держать депозиты в иностранной валюте также предлагает разрешение долгого и незаконченного спора экономистов об оптимальных валютных зонах, то есть выгодно ли странам иметь одну валюту или несколько, фиксированный обменный курс или плавающий (Mundell 1961; Fenton и Murray 1992; Kawai 1992).[97] Возможность для

---

[96] Milton Friedman (1991) - самый известный защитник плавающих обменных курсов в системах центральных банков -приветствовал наши предложения по валютному фонду для Эстонии.

[97] Не существует общепринятых критериев для определения оптимальной зоны валюты (Kawai 1992). Было предложено считать критерием то, что рабочая сила должна перемещаться внутри оптимальной валютной зоны. В соответствии с этим критерием Россия не может быть частью оптимальной валютной зоны ни с одной западной страной, так как рабочая сила не движется между Россией и какой-либо действительно потенциально возможной резервной страной; следовательно, система валютного фонда неприемлема для России.

россиян держать депозиты в иностранной валюте позволит им извлекать выгоду из любых преимуществ плавающих валют, держа депозиты в валютах, которые имеют плавающий курс по отношению к рублю валютного фонда. Конкуренция между валютами, как и конкуренция между другими товарами, - это правильный способ определения оптимальных валютных зон (см. White 1989b). [98]

## ДЕФЛЯЦИЯ

Еще одно возражение против валютного фонда заключается в том, что он ведет к дефляции в развивающейся экономике. Если следовать определенным строгим теоретическим положениям (перечисленным в Приложении Б), то повышение спроса на банкноты и монеты валютного фонда требует активного текущего сальдо для создания дополнительных резервов иностранной валюты в качестве обеспечения. Затем, при росте экономики в системе валютного фонда, фонд должен постоянно поддерживать активное текущее сальдо, чтобы увеличивать снабжение банкнотами и монетами валютного фонда по мере спроса на них. Постоянное активное сальдо маловероятно, а это значит, что в периоды баланса или дефицита текущего счета, снабжение банкнотами и монетами будет расти более медленно, чем того требует спрос, а результатом станет дефляция. Дефляции не случилось бы, если банкноты и монеты являлись бы пассивами типичного центрального банка, который может увеличить снабжение банкнотами и монетами без привлечения дополнительных резервов иностранной валюты. [99]

Мы ответим, что теоретические положения настолько строги, что они редко или никогда не применимы к реальным системам валютных фондов. Развивающаяся страна, переживающая здоровый экономический рост, а таковыми были большинство стран с валютными фондами, обычно имеет активное сальдо счета основного капитала (иностранные инвестиции), которое перекрывает дефицит текущего счета. Далее, международная сеть отделений коммерческих банков в системе валютного фонда снижает требования к резервам в стране с валютным фондом, по сравнению с требованиями в других системах. Банки могут распределять резервы между резервной страной и страной с валютным фондом. Например, несмотря на разницу между требованиями к резервам, общее состояние резервов коммерческого банка с отделениями в Гонконге и Соединенных Штатах не изменится, когда клиенты банка в Гонконге выписывают чеки в гонконгских долларах клиентам банка в Соединенных Штатах, которые американские клиенты обменивают на доллары США. Результат такой же, как если бы клиенты банка в Сан-Франциско выписали чеки клиентам банка в Лос-Анджелесе. Похожим образом, если брать коммерческие банки как совокупность, где каждый банк имеет отделение в стране с

---

Опыт системы валютного фонда показал, что мобильность трудовых ресурсов по отношению к резервной стране неважна. Например, рабочая сила не передвигалась между Гонконгом и Великобританией или Соединенными Штатами, которые были резервными странами Гонконга, но Гонконг имел быстрый экономический рост при системе валютного фонда. Валютные фонды стимулировали торговлю и мобильность сбережений с резервной страной, что, похоже, компенсировало отсутствие движения трудовых ресурсов с резервной страной.

[98] Один из путей обеспечения конкуренции валют - это учреждение валютных фондов с несколькими валютами, каждая из которых имеет фиксированный обменный курс со своей обменной валютой (Culp и Hanke 1992).

[99] Обратное утверждение состоит в том, что в экономике с сокращающимся производством и с валютным фондом, денежное снабжение действует в инфляционной манере, которую некоторые критики системы валютного фонда могут считать желательным противоциклическим воздействием.

валютным фондом и резервной стране, их совокупные резервы не изменятся, когда люди в одной стране платят людям в другой стране.

Очевидно, имел место только один случай дефляции в системе валютного фонда, вызванный увеличением спроса на банкноты и монеты. Это случилось в Гонконге в декабре 1983 - январе 1984 года. За несколько месяцев до этого в Гонконге была вновь введена система валютного фонда. Во время китайского Нового года спрос на банкноту вырос, так как существует обычай дарить в качестве подарка деньги. Возросший спрос на банкноты влиял на резервы коммерческих банков и процентные ставки в Гонконге на протяжении около двух недель, после чего они вернулись к своим предыдущим уровням. В последующие праздники китайского Нового года коммерческие банки в Гонконге хранили больше резервов, чем в другое время года, и процентные ставки оставались почти без изменений (Selgin 1988a: 19). Исторический опыт убедительно доказывает, что опасность дефляции в системе типичного валютного фонда мала, по сравнению с опасностью инфляции в системе типичного центрального банка.[100]

## ИНФЛЯЦИОННЫИ НАЛОГ

Иногда ссылаются на такое возражение против валютного фонда, что он отнимает у страны возможность устанавливать инфляционный налог по своему выбору. Считают, что валютный фонд лишит российское правительство дохода именно тогда, когда правительство больше всего в нем нуждается. В качестве неоспоримого факта говорят о том, что страна в любое время имеет суверенное право менять правила обращения со своей валютой.

Мы отвечаем, что ограничение инфляции, к которому приведет валютный фонд, это преимущество, а не недостаток. Сейчас Россия страдает от результатов введения высокого инфляционного налога, которые стали просто бедствием. Большинство россиян предпочло бы денежную систему, которая бы резко уменьшила инфляционный налог, что и показывает возрастающее использование иностранной валюты и бартера в России.

Мы также ответим, что, если российское правительство введет российский валютный фонд в качестве эмитента параллельной валюты, правительство может продолжать какое-то время устанавливать инфляционный налог по своему усмотрению в рублях центрального банка, как это делало советское правительство с совзнаками с 1922 по 1924 годы. Однако в долговременной перспективе параллельный рубль центрального банка может исчезнуть из обращения, и данное возражение появилось вновь. Более основательный ответ следующий: валютный фонд не старается заработать как можно больший сеньораж, а зарабатывает объем сеньоража, необходимый для поддержания твердой валюты. Сеньораж, созданный сверхинфляцией, является большим лишь короткое время, затем его ценность постоянно падает. Богатый опыт показывает, что сверхинфляция не является надежным источником получения доходов от налогов в долговременной перспективе. Более того, сверхинфляция сдерживает экономический рост и сокращает доход, который можно получить в виде других налогов.

## СТОИМОСТЬ РЕЗЕРВНОГО ФОНДА

---

[100] В главе 6 предполагалось, чтобы кредитоспособным частным коммерческим банкам было бы разрешено выпускать банкноты. Разрешение коммерческим банкам выпускать банкноты смягчит их возможную потребность сократить кредитование из-за возможного увеличения спроса на конвертацию депозитов в банкноты. Для коммерческого банка выпускаемые им депозиты и банкноты являются эквивалентными пассивами, так же, как депозиты и туристские чеки Selgin (1988b: 108-24). Если люди только хотят конвертировать депозиты в банкноты, и не обязательно только в резервную валюту, коммерческие банки могут удовлетворить спрос, выплачивая клиентам своими собственными банкнотами, а их общие пассивы и резервы останутся без изменения.

Еще одно возражение против валютного фонда - требование к валютному фонду держать 100% резерва иностранной валюты лишает экономику реальных ресурсов, которые доступны при системе центрального банка, так как типичный центральный банк держит гораздо меньше, чем 100%, резервы иностранной валюты. Экономисты, которые исследовали эту тему в 1950-х годах, утверждали, что от ЗО до 50% резервов валютных фондов были лишними, так как существовало постоянное ядро банкнот и монет, которое люди никогда бы не возвратили в валютный фонд для обращения их в резервную валюту (постоянное ядро относится к "инвестиционному резерву" валютного фонда [см. главу 6]). Лишние резервы обходятся дорого, так как они могли быть использованы для закупок импорта, и, следовательно, облегчили бы доступ к реальным товарам в экономике.

Мы ответили, что излишки резервов иностранной валюты возможно не были такими большими, как утверждалось (Birnbaum 1957). Но даже если это так, обсудим их стоимость. Однажды потраченные, они исчезают и не приносят процента. Резервы иностранной валюты, которые держит валютный фонд, напротив, приносят доход, так как валютный фонд инвестирует их. Стоимость излишков резервов равна разнице между стоимостью товаров, которые на них можно купить сейчас, и превращенным в капитал эквивалентом того дохода, который бы они принесли, если бы были инвестированы. Другой способ состоит в том, что подсчитывается скорректированный с учетом риска процент, который приносит излишки резервов иностранной валюты, если их дать взаймы внутри страны, и затем сравнивается со скорректированным с учетом риска процентом, который можно получить с иностранных активов. Только в случае, если процентные ставки внутри страны значительно выше, чем процентные ставки за рубежом, при схожем уровне риска инвестирования валютный фонд обходится дороже, чем центральный банк в узком смысле понятия стоимости хранимых резервов.

Критики системы валютного фонда не смогли понять, что во многих системах валютных фондов причина, по которой реальные процентные ставки внутри страны были выше, чем реальные ставки в резервной стране, состояла в том, что ставки отражали более высокий уровень политического риска, риска неплатежей со стороны заемщиков из-за неравных прав на собственность, а также более высокую стоимость услуг коммерческих банков. После исключения этих факторов нормы дохода с отечественных инвестиций и иностранных инвестиций стали гораздо более близки (Schuler 1992b: 193-5).

Как видно из Приложения В, некоторые валютные фонды держали отечественные ценные бумаги как часть своих активов, отчасти потому, что они ждали более высоких доходов от активов, не подверженных риску. Российский валютный фонд не должен держать отечественные активы, такие, как долговые обязательства российского правительства.[101] Хранение отечественных активов создает риск вовлечения валютного фонда России в политику, например, путем приобретения или неприобретения определенного типа отечественных ценных бумаг по политическим причинам. Чем больше

---

[101] Возможно, исключением окажется случай, когда получение в самом начале 100% резервов иностранной валюты при превращении центрального банка в валютный фонд окажется недопустимо дорогим делом. В этом случае валютный фонд может иметь 100% от маргинальных резервных потребностей. От валютного фонда требуется удерживать чистый сеньораж до тех пор, пока резервы иностранной валюты не составят 100% от его банкнот и монет в обращении. Восточно-африканский валютный фонд, который обслуживал Кению и другие британские колонии в этом регионе, действовал таким образом с 1920 по 1950 годы. В начале своего существования Восточно-африканский валютный фонд сократил свои резервы иностранной валюты до уровня ниже 100%, принимая в Танганьике, колонии, недавно захваченной у Германии, серебряные монеты по номинальной стоимости, которая превышала стоимость металла, пошедшего на их изготовление (Newlyn и Rowan 1954: 58-60, 63-4). Реальная стоимость денежной базы России сейчас так мала, что 100%-ные резервы иностранной валюты вполне осуществимы с самого начала. Мы против менее чем 100% резервов иностранной валюты для валютных фондов вообще и для российского валютного фонда, - в частности.

отечественных активов хранит валютный фонд, тем более он подвержен политическому риску и политическому давлению со стороны российских властей. Еще одна причина, почему российский валютный фонд не должен хранить отечественных активов, состоит в том, что 100% резервов иностранной валюты - это "естественная" норма, о которой легко договориться.

Если норма составит 90%, последует политическое давление с целью сократить норму до 80%, затем до 70%, и так далее, как было с некоторыми валютными фондами в прошлом. Минимальные нормы золотого или валютного резерва, установленные центральным банком, имеют тенденцию к уменьшению, поскольку правительство полагает, что это целесообразно делать во имя временной выгоды. Например, от Федеральной резервной системы США поначалу требовалось хранить норму золотого резерва в размере 40% от ее банкнот, находящихся в обращении, сейчас эта норма равна нулю. 100%-ная норма резервов иностранной валюты имеет психологический эффект, который не имеет никакая другая норма.

## КОЛОНИАЛИЗМ

Другие возражения против валютного фонда больше касаются российской специфики. Одно из них заключается в том, что система валютного фонда может создать колониального типа связь между Россией и резервной страной. Например, если резервной валютой является доллар США, то Россия якобы попадет под американское политическое и экономическое влияние.

Мы ответим, что система валютного фонда сама по себе не создает колониальной зависимости. Исторически большинство валютных фондов существовали в британских колониях, но валютные фонды также существовали в независимых странах, включая Аргентину, Ирландию и Иорданию. Эффект валютного фонда состоит не в создании колониальной зависимости, а в достижении большего доверия, чем может иметь отечественный центральный банк. Вот почему доллар Гонконга связан с долларом США, хотя Гонконг является британской колонией. Английский Банк, возможно, пользуется большим доверием, чем пользовался бы центральный банк Гонконга, но Федеральная Резервная система США все же внушает еще больше доверия.

В более общем плане фиксированный обменный курс стремится к созданию тесной экономической связи между странами, пользующимися фиксированным или искусственным курсами, так что не нужно никакой колониальной зависимости. Золотой стандарт не сделал Великобританию и Францию колониями Южной Африки и России, двух ведущих золотодобывающих стран, так же, как искусственные обменные курсы Европейской валютной системы не сделали Францию колонией Германии.

Что же до возможности, что сам валютный фонд каким-то образом станет орудием колониализма, то в главе 6 предлагались пути защиты валютного фонда от вмешательства как со стороны иностранцев, так и со сторону российских властей. В ней предлагалось назначить иностранцев директорами валютного фонда, чтобы не позволить российскому правительству назначить большинство директоров с целью превращения валютного фонда в центральный банк. Предложение назначить большинство директоров валютного фонда из иностранцев может показаться оскорбительным для российской национальной гордости, так как это накладывает внешние ограничения на российскую денежную систему. Однако ограничения обычно бывают необходимы для успешной работы денежного механизма, а внешние ограничения желательны для страны, долгое время не имевшей самоограничений в денежной политике.

В любом случае, российская денежная система в ее нынешнем состоянии не является сейчас предметом национальной гордости, россияне предпочитают рублю иностранную валюту. Если Центральный Банк России будет продолжать свою нынешнюю политику, результатом ее станет неофициальная, но практически полная долларизация российской экономики, которая уже идет. Трудно представить более колониальный тип денежных отношений, чем неофициальная, но вездесущая долларизация, которая свидетельствует о неспособности национального правительства обеспечить людей денежной единицей, которую бы они захотели держать. Валютный фонд повернет вспять долларизацию

российской экономики и восстановит один из элементов национальной гордости, обеспечив Россию тем, что большинство россиян никогда в жизни не имели, - твердой отечественной валютой.

## РОССИЯ - ЭТО ТРЯСИНА?

Еще одно возражение против валютного фонда в России - если МВФ поможет России в основании валютного фонда, он косвенно принимает на себя ответственность за будущее российской экономики, а это обязательство, за выполнение которого он не может ручаться.

В ответ мы подчеркиваем снова, что предоставление взаймы начальных резервов иностранной валюты для российского валютного фонда не будет обязывать МВФ давать взаймы российскому правительству или валютному фонду в дальнейшем. В своде правил валютного фонда должно прямо указываться, что начальные резервы иностранной валюты, полученные от МВФ, являются одноразовым займом, который никогда не повторится. Напротив, если МВФ будет продолжать помогать Центральному Банку России в попытках изобрести и воплотить в жизнь схему экономической стабилизации, которую трудно внедрить, а если полностью внедрить, то она потерпит крах, существует риск, что Россия будет нуждаться в иностранной помощи еще долгие годы.[102] Следовательно, провалившаяся стабилизация дискредитирует МВФ. Основание валютного фонда -верная дорога к успешной стабилизации.

## ПРОЧИЕ ПРОБЛЕМЫ

Существуют еще некоторые важные вопросы (не являющиеся на самом деле возражениями), которые задают люди по поводу основания валютного фонда в России. В предыдущей главе обсуждался один из них: как установить "правильный" обменный курс между рублем валютного фонда и резервной валютой. Теперь другие вопросы.

Один из вопросов - предполагает ли система валютного фонда какой-то особый контроль на границе. Мы отвечаем, что такая характеристика системы валютного фонда, как полная конвертируемость, предполагает неограниченную свободу импорта или экспорта валюты и капитала. Определенный контроль может быть установлен для обеспечения уплаты налогов и выявления денег, полученных в результате преступных действий. Как показывает опыт Гонконга, такого рода контроль не должен препятствовать обычным финансовым сделкам.

Еще один вопрос - не усилит ли невольно система валютного фонда российскую мафию. Мы отвечаем, что валютный фонд до некоторой степени окажет влияние на мафию, а именно слегка ослабит ее. Некоторые доходы мафии связаны с поисками людьми путей, позволяющих обойти ограничения на обмен иностранной валюты, наложенные центральным банком. Убрав ограничения, валютный фонд уничтожит извлекаемые из их существования доходы. Что касается другой деятельности мафии, то это дело полиции, а не валютного фонда.

Еще один вопрос касается самого худшего из того, что может случиться с российским валютным фондом. Самое худшее для валютного фонда из того, что мы можем себе представить, - это обмен россиянами всех рублей валютного фонда на резервную валюту. Мы отвечаем, что даже в этом случае мало что произойдет. 100%-ные резервы иностранной валюты, имеющиеся у валютного фонда, обеспечат готовность удовлетворить спрос на обмен банкнот и монет рубля валютного фонда. Вместо банкнот и монет

---

[102] Мировой Банк определил внешние финансовые потребности России в 23 миллиардов долларов в 1992 году в сравнимую цифру для 1993 года (World Bank 1992b: 49-50).

валютного фонда россияне будут иметь резервную валюту.[103] Если бы обменный курс между рублем валютного фонда и резервной валютой был 1:1, как было предложено в главе 5, магазинам даже не нужно будет делать пересчет цен в резервной валюте для удобства людей, платящих резервной валютой. Депозиты коммерческих банков также никак не будут затронуты.

Затем, даже в самом худшем случае, валютный фонд не сможет нарушить деятельность российской экономики. Но самого худшего не случится. Обращением рублей валютного фонда в резервную валюту начнется цепочка событий, которая в упрощенном виде показана на Диаграмме 4.2. Эта цепочка событий - самокорректирующаяся, ведущая к новым чисто рыночным уровням номинального денежного снабжения, цен и доходов. Далее, необходимость вносить платежи российскому правительству в рублях валютного фонда создает устойчивый спрос на рубли валютного фонда, этот спрос ограничит объем банкнот и монет валютного фонда, который россияне обменяют даже при упомянутом худшем варианте.

## ДРУГИЕ АЛЬТЕРНАТИВЫ СИСТЕМЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

В этой книге постоянно сравнивались две возможности для Российской денежной системы - система валютного фонда и система центрального банка. Существуют и другие альтернативы, в этой части проводится их краткое сравнение с валютным фондом и с центральным банком.

Одна из альтернатив - долларизация (замещение валюты), которая по минимуму предоставит доллару США или другой иностранной валюте равный с рублем центрального банка статус, а по максимуму - заменит рубль иностранной валютой в качестве единственной официальной денежной единицы. При полной долларизации Центральный Банк России перестанет существовать, а центральным банком России в действительности станет Федеральная резервная система США, хотя она не будет обязана быть последним кредитором в критической ситуации для российских коммерческих банков. Долларовые банкноты, монеты и депозиты заменят рублевые банкноты, монеты и депозиты. При долларизации будет достигнут настоящий фиксированный обменный курс, так как у российского правительства и Центрального Банка России исчезнет возможность изменять обменный курс. Россия станет оффшорной частью долларовой зоны, как Пуэрто-Рико или Панама.

По сравнению с системой валютного фонда, долларизация имеет два основных недостатка. Экономический недостаток состоит в том, что долларизация направит весь сеньораж от банкнот и монет, находящихся в России, Федеральной резервной системе. Если, как уже было отмечено, российский валютный фонд будет, вероятно, зарабатывать 360 миллионов долларов в год чистого сеньоража, то это составит годовую стоимость долларизации для российской экономики (чтобы быть точным, это "стоимость потока" [Fischer 1982: 301-5]). Россияне уже взяли на себя большую часть "стоимости хранения" приобретенных долларов, так как они уже хранят много долларов как средства сохранения стоимости). Возможно, российское правительство сможет заключить соглашение с американским правительством об отделении сеньоража от долларизации, но это кажется маловероятным. Сейчас ни одного такого соглашения между Соединенными Штатами и какой-либо другой страной не существует. В истории валютных фондов для нескольких колоний вместе, перечисленных в Приложении В, существовал, кажется, один единственный пример долговременного сбалансированного соглашения по разделу

---

[103] Предполагается, что депозиты вкладчиков остались неизменными и что вкладчики не стремятся обратить большую часть своих депозитов в валюту одновременно с обращением банкнот и монет валютного фонда в резервную валюту.
Если российское правительство получило начальные резервы иностранной валюты с помощью займа МВФ, ему придется возвращать МВФ свой долг не из сеньоража валютного фонда, а из других фондов, так как чистый сеньораж в этом случае будет равен нулю.

сеньоража (например смотри King 1957: 46-8), исключая несколько соглашений между очень маленькими странами и странами с большим населением и центральными банками.

Политическое неудобство долларизации состоит в том, что российское правительство настроено решительно против этого. Президент Ельцин выразил недовольство в связи с возрастающим использованием иностранных валют в качестве неофициальных параллельных валют в России (Lloyd и Volkov 1992). Полная долларизация российской экономики, даже будь она выгодна, маловероятна, так как российское правительство навряд ли допустит ситуацию с отсутствующей выпускаемой внутри страны валютой. Вместо этого возможен латиноамериканский вариант - не полностью долларизированная экономика, чья эффективность продолжает сдерживаться предписанием властей использовать ненадежный, неконвертируемый рубль центрального банка. Валютный фонд предлагает решение этой политической проблемы, так как он обеспечит твердой валютой, выпускаемой в стране на банкнотах и монетах которой будут изображены знаменитые россияне, слова написаны по-русски и будут присутствовать другие символы, относящиеся к России.

Мы предлагали, чтобы банкнотам и монетам резервной валюты было разрешено обращаться наряду с банкнотами и монетами валютного фонда. Сможет ли в этом случае рубль валютного фонда заменить иностранные банкноты, которые сейчас хранят россияне? Да, сможет. Российское правительство будет использовать только рубль валютного фонда (и рубль центрального банка, в случае, если центральный банк существует в качестве эмитента параллельной валюты), а не иностранную валюту. Использование рубля валютного фонда правительством не будет означать, что россияне обязаны использовать рубли валютного фонда. Исключение составит короткий период, скажем, между получением рублей валютного фонда, выплаченных правительством в виде зарплаты и обменом их на иностранную валюту. Однако использование правительством рубля валютного фонда создает на рубль валютного фонда спрос более высокий, чем на иностранную валюту, точно так же, как использование правительством рубля центрального банка сейчас создает спрос на рубль центрального банка. Если доллар США будет резервной валютой, то некоторое количество долларов банкнот и монет будет находиться в обращении, но доминировать в России будут банкноты и монеты валютного фонда. Отношения между рублем валютного фонда и резервной валютой вероятно будут такими же, как отношения между долларами США и Гонконга. В Гонконге законом разрешено использовать банкноты и монеты доллара США, но почти никто этого не делает - доминируют банкноты и монеты доллара Гонконга.

Кроме долларизации другой альтернативой центральному банку является система свободного банка без валютного фонда (Anderson 1992). Система свободного банка - это система параллельных валют, при которой банки выпускают конкурирующие виды банкнот.[104] В XIX и начале XX века около 60 стран имели такую систему, но не Россия. Обычно эта система была стабильной, вызывала доверие и была хорошо организована там, где она меньше регулировалась (Schuler 1992a). Как уже было отмечено, иногда валютные фонды выпускают банкноты наряду с выпускающими банкноты банками. Однако система свободного банка без валютного фонда в качестве одного из эмитентов кажется менее удачной для России, чем система свободного банка с валютным фондом. Система свободного банка менее хорошо понята, чем система валютного фонда, даже специалистами в финансовом и банковском деле, еще меньше политиками и простым народом. Ни одной системы свободного банка сейчас в качестве примера для политиков и россиян вообще, не сохранилось, в то время как несколько систем валютных фондов остались, хотя система свободного банка без валютного фонда в конце концов может привести к доминированию на рынке банкнот и монет стабильных коммерческих банков.

---

[104] О теории банковского дела см.: Dowd (1989, 1993), Glasner (1989), Selgin (1988b) и White (1989). Об историческом опыте системы свободного банка см.: Dowd (1992a), Jonung (1989), Smith (1990 [1936]) и White (1984, 1993).

Вначале может случиться неуправляемый период банкротств банков, как это было в других местах свободного банка, у которых не было эффективного подкрепления обязательств коммерческих банков по обеспечению конвертируемости их банкнот и монет по фиксированному курсу и по первому требованию (Schuler 1992a: 29-35). (Если коммерческие банки выпускают новые плавающие валюты, эти валюты могут не выдержать конкуренции со стороны валют с фиксированными по отношению к иностранным валютам или к товарам курсами [Selgin 1992b: 11-12].) Существование валютного фонда будет гарантировать, что по меньшей мере один тип банкнот и монет несомненно является твердой валютой в период перехода российской банковской системы в состояние, более приемлемое для рыночной экономики. Наконец, российское правительство хочет участвовать в выпуске банкнот и монет. Валютный фонд отводит ему ограниченную роль, в то время как система свободного банка без валютного фонда вообще отстраняет его от этого.

Наши замечания о политической возможности долларизации и системы свободного банка без валютного фонда не означает, что мы против них. Наоборот, оба варианта лучше, чем нынешняя российская денежная система. Однако валютный фонд имеет как политические, так и экономические черты, которые делают его более подходящим для России сейчас, нежели долларизация или система свободного банка без валютного фонда.

Могут появиться и другие вопросы насчет системы валютного фонда. Ответы на них требуют еще более длинной, нежели эта, и так длинная книга. Мы считаем, что ответили на главные возражения и вопросы, а на некоторые более мелкие мы ответим в будущей книге.

## 9. ДВЕ УСПЕШНЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ РЕФОРМЫ В РОССИИ

Поскольку система валютного фонда и вариант с параллельной валютой для успешной реформы незнакомы большинству людей, стоит описать, как они на практике работали в России. Вариант денежной реформы с параллельной валютой был ранее в этом столетии опробован в России дважды, один раз - с использованием валютного фонда.

### ВАЛЮТНЫЙ ФОНД СЕВЕРНОЙ РОССИИ, 1918-1920

Мало кому известный валютный фонд существовал во время гражданской войны в России. Он был основан белогвардейским (антибольшевистским) правительством региона, расположенного вокруг Архангельска и Мурманска, совместно со своим союзником - британским правительством. Северо-российский валютный фонд интересен как потому, что он хорошо работал в трудных условиях, так и потому, что это была идея наиболее влиятельного экономиста нашего века - Джона Мэйнарда Кейнса.[105]

Серия случайностей и грубых просчетов впутала союзников по Антанте в гражданскую войну в России на стороне белогвардейцев. Они поддерживали белогвардейское правительство со столицей в Архангельске, которое являлось одним из многих белогвардейских правительств, существовавших по всей России. Войска союзников, которые начали высадку в Северной России в июне 1918 года, скоро насчитывали примерно 10 000 человек. Одной из насущных потребностей войск было наличие подходящего средства оплаты местных услуг. В обращении в Северной России находилось много различных денежных единиц: царских, правительства Керенского, большевистского правительства и местного белогвардейского правительства. Россия в целом имела более 2000 различных эмитентов рубля. Все это были плавающие, обесценивающиеся денежные единицы, рубль искусственно не поддерживался по отношению к золоту уже с начала первой мировой войны. Рубли одних эмитентов обесценивались быстрее, чем рубли других, но почти все испытывали высокий уровень инфляции из-за политики своих эмитентов. Отделение Российского государственного банка в Архангельске было в число эмитентов: оно объявило себя независимым от Петроградского (Санкт-Петербургского) правления и выпускало свои собственные банкноты в качестве Государственного Банка Северной России. Из-за такого большого количества различных денежных единиц, которые при использовании имели различные уровни акцентирования, способ, которым платили союзники за местные товары и услуги, был очень неудобен (FO 1918a: 102).[106]

---

[105] В чем-то более детальньїй счет валютного фонда Северной России см.: Hanke и Schuler (1991a).

[106] Evsey Domar (1992: 116), экономист русского происхождения, наблюдал резкое нарастание количества российских бумажных денег с удобной позиции, расположенной в тысячах миль от Северной России. В своих воспоминаниях он отмечает: "Будущему экономисту Харбин (Китай) может дать ценные уроки, в частности в области денежного обращения. Город был построен русскими в 1897 (или 1896) году на пересечении Китайской Восточной Железной Дороги как продолжение Транссибирской железной дороги) и крупной судоходной реки Сунгари. Они забыли обеспечить город водопроводом и канализацией, но не своей армией, полицией, судами и, конечно, своими бумажными деньгами, которые обращались без ограничений. После февральской революции (1917), но еще перед Октябрьской, появились новые банкноты, названные "керенками" в честь тогдашнего главы временного правительства А.Ф. Керенского. В ходе гражданской войны родились несколько белых (антикоммунистических) режимов, которые сразу начали печатать свои собственные деньги. Со временем эти банкноты достигали Харбина и принимались по номинальной стоимости. Но когда белые режимы стали терпеть неудачи, население стало относиться к ним с подозрением. Китайские купцы и мелкие торговцы еще принимали эти банкноты, требуя, чтобы они выгпядели абсолютно идеально, когда их держали против света - даже булавочные отверстия приводили к отказу от банкноты. (Почему они делали такую проверку, - я не знаю. Я никогда раньше не слышал о подобной проверке). Как бы то ни

Британское министерство обороны послало в Северную Россию официального представителя, Доминика Спринг-Райса, для консультирования союзников по поводу финансов и методов платежей. В меморандуме от 3 июля 1918 года он сообщил Лондону, что "задача обеспечения валютой для местных нужд требует, если это возможно, убрать местный денежный институт", возможно в комбинации с получением правительством Северной России займа в британских фунтах стерлингов (FO 1918b: 249-50). 9 июля британский командующий в Мурманске попросил британское правительство напечатать банкноты для использования их британскими войсками в Мурманске (Spring-Rice 1919: 282).

Джон Мэйнард Кейнс, который отвечал за военное финансирование в Министерстве финансов, был привлечен к организации выпуска валюты Северной России в августе. Как из работ Спринг-Райса (Spring-Rice 1919: 284), так и из документов Министерства иностранных дел (FO 1919b: 22) следует, что сформулировал детали плана валютного фонда Кейнс. Действительно, Кейнс написал две записки по этому поводу (FO 1918a: 52-5, 62-4; опубликовано в Hanke и Schuler 1991a: 60-3). 11 сентября 1918 года уполномоченный Великобритании в Архангельске получил телеграмму, в которой излагался план Кейнса. Правительство Северной России официально объявило о плане выпуска банкнот 11 ноября. Его основные элементы изложены ниже (Spring-Rice 1919: 286).

Правительство Северной России основало агентство, названное Национальным управлением эмиссии банкнот (Северной России). Управление эмиссии должно было быть органом любого (белого) правительства, которое пришло бы на смену правительству Северной России. Президентом Управления эмиссии первые 6 месяцев был британский банкир Эрнест М. Харви.

Управление эмиссии выпускало банкноты от 1 до 500-рублевых и разменные монеты или банкноты. Оно обменивало свои рубли на фунты стерлингов по фиксированному курсу 40 рублей за 1 фунт, выписывая чеки на зарубежные банки, в основном в Лондоне. Управление эмиссии также принимало доллары США и французские франки по их обменным курсам по отношению к фунту. Любой желающий купить банкноты Управления эмиссии должен был делать это за иностранную валюту. Правительство Северной России гарантировало банкноты всей своей собственностью. Что еще более важно, банкнота, выпущенная Управлением эмиссии была обеспечена резервом в фунтах стерлингов, равным 75% своих банкнот в обращении. Резерв в фунтах был обеспечен за счет займа британского правительства правительству Северной России. Резерв фунтов был положен в Английский Банк и являлся неприкосновенной собственностью Управления эмиссии, поэтому он не мог стать собственностью большевиков в случае разгрома правительства Северной России. В отличие от обычного валютного фонда, который держит 100% резервов иностранной валюты, Управлению эмиссии было разрешено покупать долговые обязательства правительства Северной России в размере до 25% своих банкнот в обращении. Приобретение долговых обязательств правительства Северной России было уступкой финансовым потребностям правительства Северной России.

От Управления эмиссии ожидалось, что оно будет приносить доход, так как его депозит в Английском Банке и его авуары долговых обязательств правительства Северной России приносили процент, в то время как банкноты, которые оно выпускало, - не приносили. Управление эмиссии и правительство должны были делать чистый сеньораж до тех пор, пока Управление не накопило резервный фонд в 10% от его банкнот и монет в обращении. Весь следующий чистый сеньораж должен был передаваться правительству (FO 1918a: 343-7, 529-31).

Управление эмиссии имело в качестве образца Валютный Фонд Западной Африки, который был основан для британских колоний в этом регионе в 1912 году. Кейнс был знаком с Валютным Фондом Западной Африки, и в чем-то похожим на него, денежным органом в Индии (Keynes 1971 [1913]; 1983 [1913]). (Валютный Фонд Западной Африки держал 100%-ные резервы иностранной валюты, однако денежный орган Индии держал некоторые долговые обязательства администрации Индии). Кейнс также полностью понимал, что система валютного фонда имеет преимущества для колоний: она позволяет местным администрациям по более низкой цене

---

было, достаточно скоро все эти банкноты стали бесполезны. В нашем подвале, где хранились дрова, я обнаружил целые их тюки.

выпускать такую же хорошую валюту, как фунт стерлингов, в то же время позволяя им забирать себе сеньораж, который достался бы Английскому Банку.

Британское правительство купило 100 миллионов рублей в банкнотах у Управления эмиссии, чтобы обеспечить начальные резервы в фунтах для Управления эмиссии. Банкноты вошли в оборот в Архангельске (где находилось правление Управления эмиссии) и в Мурманске путем платежей британской военной администрации местному населению. Управление эмиссии начало свою работу 28 ноября 1918 года (FO 1918a: 527).

Британский уполномоченный в Архангельске подсчитал, что в середине октября 1918 года около 600 миллионов рублей всех типов находились в обращении в Северной России (FO 1918a: 89), население которой составляло около 600.000 человек. Когда были введены рубли Управления эмиссии, британские военные власти, которым еще нужны были для некоторых целей старые рубли, установили обменный курс в 48 старых рублей за 40 рублей Управления эмиссии (т.е. за 1 фунт стерлингов), как и предлагали директора Управления эмиссии и представители британского правительства (перед войной обменный курс был 9,45 рубля за 1 фунт). Государственный Банк Северной России пытался поддерживать обменный курс 45 старых рублей за 40 рублей Управления эмиссии, возможно, потому что он пустил часть банкнот старых рублей в обращение. Это не имело успеха, так как снабжение старыми рублями быстро росло, поскольку большевики и белогвардейские правительства везде проводили инфляционную политику, чтобы покрывать свои денежные дефициты, вызванные военными расходами. Курс, который предлагали британские военные власти, составлял 40 рублей Управления эмиссии за 48 старых рублей в апреле 1919 года, за 64 - в начале мая, 72 - в середине мая и 80 - в конце июня (FO 1919a: 455; 1919b: 48, 80, 149). Продолжающееся обесценивание старых рублей привело к преодолению первоначального нежелания многих людей использовать незнакомый, но стабильный рубль Управления эмиссии. С середины октября 1918 года до середины апреля 1919 года обращение старых рублей в Северной России снизилось с 600 миллионов до почти 300 миллионов (FO 1919a: 478). В действительности снижение было еще больше, так как старые рубли обесценивались по отношению к рублю Управления эмиссии. Оборот банкноты Управления эмиссии вырос с нуля в ноябре 1918 до своего пика в 52,7 миллиона в июле 1919 года. (Цифры не отражают банкнот, которые хранились британскими военными и не были израсходованы, то есть не были в обращении). Банкноты Управления эмиссии заменяли старый обесценивающийся рубль в обращении в Северной России. Этот процесс продолжался бы, если бы продолжало существовать правительство Северной России.

Однако интервенция союзников в Северной России становилась все более непопулярной в союзных странах после окончания мировой войны в ноябре 1918 года. Интервенция больше не служила никаким целям, связанным с войной против Германии, и впутывала союзников в кровопролитную гражданскую войну. В марте 1919 года британское правительство решило вывести свои войска из Северной России. Остальные союзные державы сделали то же самое. К 27 сентября 1919 года последние подразделения союзников покинули Северную Россию (Rhodes 1988: 121).

Управление эмиссии объявило, что будет закрыто в Архангельске и выкупит все свои банкноты, предоставленные ему. Британское временное командование в Северной России еще держало около 55 миллионов рублей в банкнотах Управления эмиссии. Чтобы предотвратить их захват большевиками, Министерство обороны отдало командующему британских войск приказ сжечь банкноты. Поскольку банкноты были обернуты в пакеты, которые из-за погоды отсырели, они не горели. Тогда они были затоплены в море (Ironside 1953: 81), а британские военные получили кредитный счет за уничтоженные банкноты.

Управление эмиссии официально прекратило обслуживание клиентов в Архангельске 4 октября 1919 года, несмотря на протесты со стороны правительства Северной России. Управление эмиссии продолжало выкупать банкноты, накопленные правительством Северной России до 15 октября (FO 1919b: 492, 498). Затем оно переехало в Лондон, где главным его занятием было погашение кредита в 55 миллионов, который держало британское правительство. Около 13,5 миллионов рублей остались в обращении, в руках тайных лиц. Британские войска, вернувшиеся из Северной России, держали небольшой объем рублей, но большинство рублей оставалось в России. Президент Управления эмиссии предложил, чтобы правительство Северной России и банк, который выполнял функции агента Управления эмиссии в Норвегии, получили бы разрешение выкупить банкноты до тех пор, пока правительство Северной России

продолжает контролировать Архангельск. Одновременно он предложил, чтобы британское правительство не погашало бы все свои рублевые кредиты, чтобы обеспечить резерв к рублям Управления эмиссии, еще обращающимся в обществе. Он утверждал, что "отстаивание нашей финансовой честности стоит 300.000 фунтов стерлингов. Северный рубль известен по всей Северной России и в Скандинавии как Английский рубль... Это, вероятно, единственные надежные деньги в России со времен большевистской революции" (FO 1919b: 507-21).

Без войск союзников существование правительства Северной России представлялось сомнительным. Оно существовало еще несколько месяцев, потому что большевики сконцентрировали свои силы в другом месте. Когда Красная Армия начала наступление на Северную Россию в начале 1920 года, армия Северной России развалилась. Правительство Северной России бежало в Англию 19 февраля, и двумя днями позднее Красная Армия вошла в Архангельск.

Управление эмиссии оставалось открытым в Лондоне до 30 апреля 1920 года (FO 1919b: 597). После этой даты выкуп банкнот прекратился. Кажется, архивы британского министерства иностранных дел не содержат никаких сведений, касающихся окончательной ликвидации Управления эмиссии, но переписка последних нескольких месяцев его существования указывает на то, что большинство из 13,5 миллиона рублей Управления эмиссии, находившихся в руках частных лиц, так и не было выкуплено, чем был нанесен ущерб их держателям, так как правительство большевиков не разрешало легального обращения банкнот Управления эмиссии. Таким образом, британское правительство в итоге потеряло около 15,5 миллиона рублей (378.500 фунтов стерлингов), то есть разницу между не имеющими теперь ценности облигациями правительства Северной России, которые хранило Управление эмиссии, и стоимостью банкнот, которые так и не были выкуплены.

## ЧЕРВОНЕЦ, 1922-1926

Валютный фонд Северной России был основан правительством, боровшимся с большевиками. Другая параллельная валюта, которая выпускалась не валютным фондом, была введена самими большевиками, после того, как они разгромили правительство Северной России и другие враждебные им силы в гражданской войне в России.

Большевистское правительство продолжило политику царизма и правительства Керенского, состоящую в печатании денег для покрытия дефицита, связанного с военными расходами. После окончания гражданской войны в1920 году, правительство большевиков продолжало печатать деньги, полагаясь на сеньораж, составивший 80% его денежных доходов (Rostowski и Shapiro 1992: 28). (Правительственный бюджет также включал в себя значительные неденежные доходы и расходы). Цены выросли на 1700% в 1921 году и почти на 7400% в 1922 году. Снабжение советской валютой, называвшейся совзнаком, чтобы отличать его от других валют, таких как царский рубль, - выросло на 1500% в 1921 году и более чем на 11.000% в 1922 году (Arnold 1937: 128-9).

Гиперинфляция была одной из характеристик военного коммунизма периода во время и непосредственно после гражданской войны. Как было отмечено в главе 3, военный коммунизм пытался ввести элементы экономики без денег, выплачивая зарплаты бартером и бесплатным распределением товаров и услуг, что вело к катастрофе. К 1921 году стало ясно, что военный коммунизм ведет к экономической катастрофе. Чтобы избежать полного развала экономики, правительство начало проводить Новую Экономическую Политику, о чем было объявлено в марте 1921 года. Первым шагом к возвращению к денежной экономике стало восстановление 16 ноября 1921 года Государственного Банка СССР (Госбанка), который был закрыт 19 января 1920 года по требованию левых большевиков и снова открыт 16 ноября 1921 года. Технически Государственный Банк подчинялся Народному комиссариату финансов (Наркомфину - позднее стал называться Министерством финансов). Однако Государственному Банку было предписано стать самоокупающимся органом, который пользуется некоторой независимостью от Наркомфина (Arnold 1937: 70, 88-9, 119-20).

Государственный Банк предлагал депозиту, частично индексированные в соответствии с уровнем инфляции; как банк, так и правительство начали пользоваться предвоенным царским золотым рублем в качестве единицы счета. Однако частично рыночная экономика не могла работать без достаточно стабильной валюты. В отдаленных регионах Советского Союза, и даже

в Москве, царские золотые монеты или иностранная валюта вытесняли совзнак из обращения. Валютный доход от дополнительного выпуска совзнаков падал, и покупательская способность банкнот в обращении составляла только 32 миллиона предвоенных рублей в своей низшей точке - 1 апреля 1922 года, по сравнению с 3,015 миллиарда рублей на 1 августа 1914 года. Поскольку правительство в значительной степени полагалось на инфляцию в финансировании бюджетного дефицита, оно решило реформировать денежную систему путем введения стабильной параллельной валюты, а не путем прекращения обесценивания совзнака. В июле 1922 года правительство решило установить новую денежную единицу - червонец, который был введен 28 ноября 1922 года.[107] Название было выбрано, чтобы вызвать ассоциации со стабильностью: старый червонец был золотой монетой, бывшей в обращении во Времена Петра Великого. Новые червонцы были официально обеспечены минимум на 25% активами в золоте и иностранной валюте; действительные резервы составляли более 50% в первые годы существования червонцев. Чеканка золотых червонцев-монет (указанная на них стоимость была больше стоимости металла, пошедшего на их изготовление) началась в 1923 году; правительство изъяло их из обращения в конце 1920-х годов. Червонцы выпускались Государственным Банком, в то время как совзнак выпускался Наркомфином (Arnold 1937: 91-4; 129-49, 158-9; Brabant 1992c: 377).

Сначала червонец вошел в обращение в городах. В деревенской местности распространялся довольно медленно. Минимальное достоинство червонцев-банкнот было высоким - эквивалентным 10 предвоенным рублям -и монеты исчезли из обращения, так как их стоимость как металла превосходила указанную на них стоимость; вследствие этого банкноты совзнаков продолжали использовать для мелкой торговли. Поскольку деревня была гораздо беднее города, только немногие торговые сделки были настолько крупными, что требовали использования червонцев. Поначалу червонцы не были легальным платежным средством. Подобно начальному минимальному достоинству в 10 предвоенных рублей, отсутствие у червонца такого качества как признание его легальным платежным средством, создавало спрос на совзнаки, которые правительство все еще выпускало в больших количествах для выплаты зарплат и продовольственных закупок у крестьян (Arnold 1937: 155, 194).

Червонец обращался по плавающему обменному курсу к совзнаку. Скоро он стал вытеснять совзнак в качестве средства сохранения стоимости. Он также вытеснил царские золотые монеты и иностранные валюты, которые были в обращении в отдаленных регионах Советского Союза. Реальное снабжение червонцами постоянно возрастало в первые двенадцать месяцев денежной реформы. Затем реальное снабжение стабилизировалось на уровне от 130 до 140 миллионов предвоенных рублей и оставалось таким до августа 1924 года, когда вновь стало расти. В противоположность опыту других стран, где была гиперинфляция, реальное внутреннее снабжение банкнотами в Советском Союзе, учитывая вместе червонцы и совзнаки, выросло на последних стадиях гиперинфляции (гиперинфляция сказала влияние только на совзнак). Даже реальное снабжение совзнаками возросло за первые несколько месяцев денежной реформы с 90 миллионов предвоенных рублей на 1 декабря 1922 года до 114 миллионов на 1 апреля 1923 года. Реальный доход правительства от сеньоража возрос в конце 1922 года и в 1923 году, после того как довольно стабильно сокращался начиная с 1917 года. Червонец позволил Советскому Союзу избежать разрушения реального денежного снабжения[108] и производства, которое случилось в других европейских странах с гиперинфляцией в то время, наиболее показательное - в Германии (Arnold 1937: 128-9, 186-98, 226-30; Rostowski и Shapiro 1992: 14-17).

---

[107] Arnold (1937: 146-280) и Elster (1930) приводят подобные расчеты по червонцам. Dohan (1991), Rostowski и Shapiro (1992) приводят современные суммарные выводы.

[108] Статистические данные по советскому денежному снабжению 20-х годов нужно интерпретировать, обращая особое внимание на изменения в экономике. Например, реальное снабжение банковскими депозитами в 1928 году составляло 20% от уровня 1914 года, так как то, что раньше являлось депозитными платежами, стало расчетными сделками внутри системы государственных предприятий (Arnold 1937: 250-1).

Как было объяснено в главе 5, очевидная причина роста реального снабжения совзнаками состояла в том, что червонцы заполнили бреши, оставленные совзнаком. Червонцы заменили совзнаки в качестве средства обмена при крупных сделках, и заменили иностранную валюту и золото в качестве средства сохранения стоимости и единицы счета. Совзнак остался средством обмена при мелких сделках. В комбинации червонцы и совзнаки выполняли все три функции денег достаточно успешно. Так как люди могли легально обменивать совзнаки на червонцы по рыночному курсу в любое время, спрос на червонцы создавал рост спроса (производный спрос) на совзнаки. Получать платежи в совзнаках стало менее невыгодно, чем раньше, так как люди могли легко обменять совзнаки на червонцы во многих местах по всему Советскому Союзу, и, следовательно, уберечь от действия гиперинфляции крупные суммы в отечественной валюте.

В конце концов совзнак продолжал обесцениваться по мере того, как правительство печатало все более совзнаков. Доля червонца в реальном денежном снабжении постоянно росла. 5 февраля 1924 года Наркомфин начал выпускать "золотые" казначейские билеты с номиналом ниже, чем у червонцев. Они имели фиксированный курс по отношению к червонцу, но не конвертировались в золото, как следовало из их названия. Чтобы казначейские билеты не повторили судьбу совзнака, максимальное их количество в обращении было ограничено половиной объема обращающихся червонцев. Декрет от 14 февраля приказывал Наркомфину прекратить выпуск совзнаков уже на следующий день. Декретом от 7 марта 1924 года был зафиксирован обменный курс в 50.000 совзнаков за червонец, что было прелюдией к изъятию совзнака из обращения. Поскольку деноминация совзнака перед этим изменялась уже два раза, обменный курс между первоначальным совзнаком (до 1921 года) и червонцем составил 50 миллиардов к одному. Наркомфин и Государственный Банк прекратили принимать платежи в совзнаках и их обмен 1 июня 1924 года (Arnold 1937: 191, 211-18).

Червонец и другие реформы новой экономической политики оживили советскую экономику. С 1921 по 1926 годы индекс промышленного производства вырос бопее чем втрое и достиг уровня 1913 года. Сельскохозяйственное производство удвоилось и превысило уровень 1913 года на 18%. Новая экономическая политика привела к такому росту, которого не знала российская экономика ни до, ни после (Shmelev и Popov 1989: 13). В отличие от опыта других стран, в которых была гиперинфляция, но которые не имели легальных параллельных валют, быстрый рост российской экономики начался во время гиперинфляции. Производство росло быстрее, чем это бы случилось без параллельной валюты, хотя в 1923 году экономика пострадала от кризиса "ножниц". "Ножницы" появились в связи с ростом цен на промышленные товары по сравнению с ценами на продукты, продаваемые крестьянами. Кризис получил свое название по внешнему виду графиков, изображающих индексы цен на промышленные товары и пищевые продукты, между которыми со временем образовался разрыв, что сделало их похожими на ножницы. Кризис произошел из-за того, что государственные предприятия в промышленности использовали свое доминирующее положение на рынке, не пуская промышленные товары на рынок. Крестьяне, продававшие продукты питания, не имели такого положения, и зачастую были вынуждены принимать в качестве оплаты совзнаки, которые они затем тратили как можно быстрее. Распространение червонцев предложило крестьянам более долговечное средство сохранения стоимости, чем пищевые продукты. Отсутствие спроса по существующим ценам и действия правительства, направленные на уменьшение их власти над рынком, вынудили государственные предприятия промышленности в конце концов снизить цены на промышленные товары по сравнению с продуктами питания (Arnold 1937: 171-4, 200-1).

Когда был введен червонец, бюджет советского правительства еще был дефицитным. Полагаясь почти исключительно на совзнак в отношении финансирования за счет инфляции и создавая некий уровень доверия к тому, что червонец останется полностью стабильным, правительство сумело мягко перейти от инфляционных к неинфляционным налогам (включая прибыли от государственных предприятий) и сделать их главным источником дохода. Доля в общем доходе правительства сеньоража снизилась с 46,3% в четвертом квартале 1922 года, когда был введен червонец, до 9,6% в четвертом квартале 1923года. По мере оживления экономики, чему помогало существование червонцев, реальные доходы от налогообложения росли (Arnold 1937: 236-42; Rostowski и Shapiro 192: 28).

После реформ 1924 года по стабилизации, а затем изъятие совзнака, Государственный Банк покупал и продавал червонцы на рынках иностранных валют, чтобы держать обменный курс приблизительно один червонец за один фунт стерлингов. (Фунт, как и большинство других валют

того времени, имел плавающий курс по отношению к золоту). Червонец был только ограниченно конвертируемым, так как Государственный Банк контролировал депозиты государственных предприятий в иностранной валюте, а правительство имело официальную монополию на внешнюю торговлю. Когда стало ясно, что поддерживание червонца на существующем уровне будет требовать постоянной продажи Государственным Банком иностранной валюты, правительство 9 июля 1926 года запретило экспорт червонцев, и червонец стал неконвертируемым. 21 марта 1928 года правительство запретило импорт банкнот, в дальнейшем оно установило контроль над валютой (Arnold 1937: 262-3).

Конвертируемость червонца была признаком поворота правительства от частично рыночной экономики к социализму. Левому крылу Коммунистической партии, включая Сталина и Троцкого, не нравились уступки свободному рынку, воплощенные в Новой экономической политике. В конце 1927 года съезд Коммунистической партии под влиянием левого крыла одобрил политику коллективизации сельского хозяйства и утвердил пятилетний план, который начали претворять в жизнь в 1928 году. Первый пятилетний план покончил с новой экономической политикой. Централизованной плановой экономике была нужна неконвертируемая валюта, чтобы отнять у людей возможность избегать органов центрального планирования.

## СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РЕФОРМ

Рубль Управления эмиссии, выпускавшийся валютным фондом в качестве параллельной валюты, пользовался доверием, потому что выпускался с участием Великобритании и был обеспечен резервами иностранной валюты на 75% по депозиту в Английском Банке. Рубль Управления эмиссии был полностью конвертируемым и никогда не отклонялся от фиксированного обменного курса по отношению к фунту стерлингов. В отличие от валют других российских правительств, выпускавшихся в то время, рубль Управления эмиссии был надежным средством сохранения стоимости. Вследствие этого он вытеснял другие рубли из обращения в Северной России. На рубли Управления эмиссии армия союзников могла покупать и продавать товары почти так же легко, как она делала бы это дома на маневрах.

Будучи полезным для союзников, Управление эмиссии кроме того могло зарабатывать сеньораж для правительства Северной России до тех пор, пока правительство и Управление эмиссии продолжали существовать. В течение своего короткого существования Управление эмиссии было убыточным из-за высокой стоимости срочного печатания банкнот и из-за того, что облигации правительства Северной России потеряли свою стоимость. (Административные расходы были низкими - около 400.000 рублей Управления эмиссии). Если бы Управление продолжало существовать в Северной России, вместо того, чтобы переехать в Лондон и закончить деятельность, возможно, оно заработало бы чистого сеньоража около 5 миллионов рублей Управления эмиссии в год уже через год. Затраты в 7,2 миллиона рублей за печатание первой партии банкнот были нехарактерными. Следующие партии могли бы быть напечатаны не так спешно и по более низкой цене. Далее, многие банкноты оставались бы в обращении многие годы, перед тем как испортиться и потребовать замены. Облигации правительства Северной России, которые Управление эмиссии приобрело в начале своей деятельности, были бы погашены, если бы белые разбили большевиков. Из-за того, что правительство Северной России прекратило существование, продажа облигаций стала "подарком" британского правительства правительству Северной России. Британское правительство оплатило потери Управления эмиссии, понесенные из-за облигации правительства Северной России.

Валютный фонд Северной России страдал только одним значительным недостатком: он приобрел в качестве резервов для 25% выпускаемых банкнот облигации правительства Северной России. Классическая политика валютного фонда требует 100% резервов исключительно в иностранной валюте. Когда пришло время ликвидировать Управление эмиссии, обесцененные облигации Северной России сделали его банкротом. К счастью для британского правительства, которое хранило большую часть банкнот Управления эмиссии, некоторые банкноты обращались слишком далеко, чтобы успеть возвратиться в Лондон для выкупа перед закрытием Управления эмиссии. Это сократило потери британского правительства.

Червонец был выпущен Государственным Банком СССР в качестве параллельной валюты по отношению к совзнаку, который выпускался Наркомфином. Червонец не пользовался полным доверием, но он был гораздо более стабильной валютой, чем совзнак. Он внес большой вклад в

оживление советской экономики во время периода новой экономической политики. Червонец никогда не был полностью конвертируемым, и в конце концов он стал неконвертируемым. Он выпускался центральным банком, который, в отличие от валютного фонда Северной России, не был хорошо защищен от политического давления. Советская денежная политика подчинялась экономической и политической политике большевиков, которые правильно видели в конвертируемой валюте препятствие для централизованной плановой экономики. Дальнейшая политика советского правительства, а не сам вариант с параллельной валютой, несет ответственность за неконвертируемость червонца. Интересной особенностью червонца было то, что его существование в действительности вызвало рост спроса на совзнаки, несмотря на продолжающуюся гиперинфляцию совзнака.

## 10. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Система центрального банка в России в ее нынешней форме привела к ненадежной валюте, сверхинфляции и экономическому спаду. Центральный Банк России не имеет определенного плана обеспечения твердой валюты. Центральный Банк России навряд ли обеспечит Россию твердой валютой в ближайшее время, даже если он будет реформирован. В связи с этим мы рекомендуем России основать валютный фонд. Валютный фонд может быть основан самим российским правительством, либо в сотрудничестве с МВФ, если МВФ предоставит часть начальных резервов иностранной валюты. Система валютного фонда, такая как в Гонконге и других местах, это хорошо отработанное средство для обеспечения стабильной, пользующейся доверием, полностью конвертируемой валютой и для стимулирования быстрого экономического роста.

Сейчас валютный фонд имеет для России множество преимуществ. Его можно основать быстро, им легко управлять, он станет пользующимся доверием денежным институтом, выпускающим стабильную, полностью конвертируемую валюту и будет стимулировать внешнюю торговлю и инвестирование в Россию. Валютный фонд также выгоден Западу: он будет гарантом того, что стабилизационный фонд МВФ будет использован для обеспечения твердой валюты, а не для извлечения прибыли валютными спекулянтами, и он создаст ситуацию, при которой дальнейшие иностранные инвестиции принесут наибольшую пользу российской экономике. Валютный фонд придаст устойчивость рождающейся рыночной экономике России. Без валютного фонда быстрая макроэкономическая стабилизация и изменение структуры макроэкономики, необходимые для стимулирования экономического роста, рискуют затянуться, а Россия - на долгое время остаться бедной страной, зависящей от иностранной помощи для поддержки даже существующего низкого уровня жизни ее народа.

В этой книге предлагались два способа основания российского денежного фонда: путем превращения в валютный фонд Центрального Банка России, или же путем основания валютного фонда в качестве эмитента параллельной валюты. Вариант с превращением в валютный фонд центрального банка немедленно приведет к установлению жестких бюджетных ограничений. Вариант с параллельной валютой предполагает короткий переходный период, во время которого бюджетные ограничения становятся жестче, а российское правительство может продолжать получать некоторые доходы от инфляции рубля центрального банка. В то же время существование параллельного рубля валютного фонда позволит большой части российской экономики защитить себя от сверхинфляции.

Предложения по проведению денежной реформы в России, изложенные в данной книге, изложены подробно и требуют от правительства действий по многим направлениям. Наиболее важными элементами этого плана являются учреждение валютного фонда и его защита от политического давления с целью превращения в центральный банк. Для защиты валютного фонда можно изобрести подходящие защитные средства (см. главу 6). Жесткие бюджетные ограничения, которые установит система валютного фонда, дадут толчок к дальнейшим реформам государственных предприятий. Валютный фонд лучше всего будет обеспечивать экономический рост, если все реформы, предложенные в этой книге, будут быстро проведены; однако предложенный план достаточно силен, чтобы выжить и помочь российской экономике, даже если политическое давление на время задержит выполнение других его элементов, кроме самого учреждения валютного фонда. Валютный фонд заставит другие денежные и экономические реформы произойти достаточно скоро, так как он покончит с нежесткими бюджетными ограничениями, которые способствуют сохранению нынешней денежной системы.

Сейчас денежная реформа - это наиболее важный шаг для основания рыночной экономики, которая принесет развитие и успех России, а валютный фонд - это наиболее перспективный метод проведения надежной и выгодной денежной реформы.

## ПЕРЕЧЕНЬ ПРЕДЛОЖЕНИЙ

### Превращение Центрального Банка России в валютный фонд (глава 5).

1. Передать другим органам все функции Центрального Банка России, кроме снабжения денежной базы.

2. Разрешить короткий период чистого неограничиваемого плавающего курса рубля.

3. Сделать действия центрального банка прозрачными и предсказуемыми.

4. Обратить некоторые резервы коммерческих банков (депозиты в Центральном Банке России) в банкноту и монеты валютного фонда или в иностранные ценные бумаги, как предпочтут коммерческие банки. Аннулировать оставшиеся резервы.

5. Установить фиксированные обменный курс по отношению к резервной валюте.

6. Обеспечить резервы иностранной валюты, эквивалентные 100% рублей и монет в обращении.

7. Перевести оставшиеся активы и пассивы Центрального Банка России в валютный фонд и открыть российский валютный фонд.

**Основание российского валютного фонда в качестве эмитента параллельной валюты (глава 5).**

1. Получить начальные резервы иностранной валюты для российского валютного фонда.

2. Сделать рубль валютного фонда легальным платежным средством для уплаты налогов и долгов частных лиц.

3. Выпустить объем рублей валютного фонда, эквивалентный начальным резервам иностранной валюты.

4. Выпустить рубли валютного фонда в обращение, желательно путем их распределения всем жителям России в соответствии с хорошо составленным планом.

5. Позволить рублю валютного фонда обращаться в качестве параллельной валюты наряду с рублем центрального банка, по обменному курсу, определяемому рыночными силами.

**Другие реформы российской денежной системы (глава 7).**

Реформировать ценообразование на нефть, что значительно увеличит доходы правительства.

Урегулировать долги государственных предприятий, возможно с помощью расчетной палаты.

Более строго применять законы о банкротстве.

Сделать базу налогообложения по платежам более широкой, путем более жесткого сбора налогов с платежей, осуществляемых вне банковской системы; сделать ставки налогов низкими и унифицированными.

Разрешить иностранным банкам беспрепятственный вход на рынок.

Отменить требования к резервам для коммерческих банков.

Разрешить банкам заниматься любой легальной финансовой или коммерческой деятельностью.

Изменить структуру обанкротившихся государственных коммерческих банков, дав им акции предприятий, приватизационные ваучеры, облигации правительства для пополнения их активов.

Коммерциализовать, а затем приватизировать государственные коммерческие банки.

Передать ответственность за платежную систему от Центрального банка России к другому органу или органам, разрешить альтернативные платежные системы.

Покончить с разделением наличного и безналичного денежных оборотов путем обращения безналичных депозитов в депозиты, конвертируемые в наличность, по рыночному обменному курсу. (Применяется только в случае, если в валютный фонд превращен Центральный Банк России).

Разработать процедуры действий в отношении существующих контрактов, чтобы точно установить размеры платежей в рублях центрального банка. (Применяется только в случае превращения в валютный фонд Центрального Банка России).

Разрешить россиянам заключать контракты, совершать платежи и делать вклады в любой валюте.

Отменить контроль над валютным обменом, включая принудительное конвертирование в рубли.

**Всесторонняя программа экономических реформ (глава 1).**

1. Реформировать денежную систему с помощью валютного фонда.

2. Отменить сохранившиеся рудименты центрального планирования, такие как централизованная торговля между государственными предприятиями.

3. Отменить сохранившиеся формы контроля над ценами и субсидии.

4. Превратить государственные предприятия в корпорации.

5. Приватизировать гораздо большую часть государственной собственности, в частности жилье и землю для фермеров. Уничтожить систему прописки, которая препятствует передвижению рабочей силы.

6. Продолжить процесс отказа от регулирования торговли. (Более низкие барьеры на пути импортируемых товаров помогут избавиться от доминирования отечественных монополистов). Отменить экспортные квоты.

7. Снизить налоги для стимулирования предпринимательской деятельности.

8. Избегать предоставления объединениям или отраслям промышленности социальных привилегий, защищающих их от конкуренции на рынке.

9. Ввести в действие законы, которые обеспечивают права на частную собственность, обеспечить выполнение контрактов, создать условия для возникновения новых фирм.

10. Предать гласности экономические изменения, чтобы дать представление россиянам и иностранцам о курсе и возможных последствиях реформ.

Примечание: Система валютного фонда ускорит другие экономические реформы (см. главу 1).

## ПРИЛОЖЕНИЕ А. МОДЕЛЬ СВОДА ЗАКОНОВ ДЛЯ ВАЛЮТНОГО ФОНДА В РОССИИ

Для того, чтобы показать, какого рода законодательная база нужна для эффективной работы валютного фонда, в этом приложении предлагается модель свода законов для валютного фонда в России. Многие черты этого свода законов взяты из сводов законов валютных фондов в Западной Африке, Гонконге, на Британских Карибских островах, в Ливии, Бирме и других странах. Он может требовать небольших изменений, в случае, если другие бывшие советские республики захотят присоединиться к России в создании валютного фонда.

### СВОД ЗАКОНОВ РОССИЙСКОГО ВАЛЮТНОГО ФОНДА

1. Настоящим создается, при совместном сотрудничестве российского правительства и Международного Валютного Фонда, Российский Валютный Фонд. Целью Российского Валютного Фонда является выпуск банкнот, монет и депозитов в рублях валютного фонда, и поддержка их полной конвертируемости по фиксированному обменному курсу в резервную валюту, как определено в параграфе 6.

2. Официальным местом пребывания Валютного Фонда является Швейцария.

3. а) Валютный Фонд будет управляться советом из пяти директоров. Трое директоров не будут являться гражданами России и будут назначаться Международным Валютным Фондом. Они не будут являться служащими Международного Валютного Фонда или членами его правления. Два директора будут назначаться правительством России.

б) Кворум будут составлять три члена совета директоров, включая по меньшей мере одного из директоров, назначенных правительством России. Совет директоров может собираться в месте пребывания фонда, или в Москве, или в других, определенных заранее, местах. Решения будут приниматься простым большинством голосов, кроме случаев, определенных в параграфе 15.

в) Первые два директора, назначенные российским правительством, будут пребывать в должности один - 1 год, другой - 4 года. Первые три директора, назначенные Международным Валютным Фондом, будут пребывать в должности соответственно 2, 3 и 5 лет. Следующие за ними директоры будут пребывать в должности 5 лет. Директоры могут переизбираться на второй срок только один раз. В случае отставки или смерти, соответствующий орган, как определено в параграфе 1(а), выбирает его преемника, который находится в должности оставшийся срок.

4. Совет директоров имеет право нанимать и увольнять персонал Валютного Фонда и устанавливать размер зарплат работников. Учредители Валютного Фонда устанавливают зарплаты для директоров.

5. Валютный Фонд выпускает банкноты и монеты, деноминированные в рублях валютного фонда. Банкноты и монеты полностью конвертируемы в резервную валюту. Банкноты печатаются за пределами России. Валютный Фонд может принимать депозиты в резервной валюте.

6. а) Резервная валюта - это иностранная валюта или товар, по отношению к которому рубль валютного фонда имеет фиксированный обменный курс. Первоначально резервной валютой является доллар США и фиксированный обменный курс устанавливается в отношении 1 рубль валютного фонда равен 1 доллару.

б) В случае неспособности поддержать фиксированный обменный курс с резервной валютой Валютный Фонд отвечает по закону за нарушение условий контракта в соответствии с законами Швейцарии. Это положение не относится к присвоенным незаконным путем, сильно поврежденным или подделанным банкнотам, монетам и депозитам, а также к изменениям резервной валюты в соответствии с параграфом 13.

7. Валютный Фонд не берет комиссионного сбора за обмен рублей валютного фонда на резервную валюту, или наоборот.

8. Валютный Фонд начинает деятельность при наличии резервов иностранной валюты, равным по меньшей мере 100% его банкнот и монет в обращении и депозитов в его валюте. Фонд хранит свои резервы иностранной валюты в виде ценных бумаг или в других формах, подлежащих оплате только в резервной валюте. Валютный фонд не хранит ценных бумаг, выпущенных центральными или местными властями России, или предприятиями, владельцами которых являются эти власти.

9. Валютный Фонд направляет весь чистый сеньораж (прибыли) в резервный фонд, до тех пор, пока его резервы (без займов) будут равны 110% банкнот и монет в обращении и депозитов. Фонд

передает весь чистый сеньораж сверх необходимого для поддержания 110% резервов правительству России. Распределение чистого сеньоража проводится ежегодно.

10. Правление Валютного Фонда находится в Москве. Валютный Фонд может основывать отделения или назначать агентов в любых городах России, каких он считает нужными. Валютный Фонд также имеет отделение в Швейцарии или в резервной стране.

11. Валютный Фонд публикует финансовые отчеты, утвержденные директорами, каждый квартал или чаще. В отчете должна присутствовать оценка рыночной стоимости авуаров ценных бумаг.

12. Валютный Фонд может выпускать банкноты и монеты такого достоинства, которое считает целесообразным.

13. Если в резервной стране индекс потребительских цен изменяется в сторону уменьшения более чем на -5%, или в сторону увеличения более чем на 20% в течение более чем двух лет; или более чем -10%, или более чем 40% в течение более шести месяцев, Валютный Фонд в течение 60 дней должен:

а) девальвировать (если изменение индекса негативно) или ревальвировать (если изменение индекса позитивно) рубль валютного фонда по отношению к резервной валюте не более чем на величину изменения индекса за вышеуказанный период; или

б) выбрать новую резервную валюту и зафиксировать обменный курс на уровне, который преобладает в соотношении новой и старой резервной валюты.

14. В случае выбора Валютным Фондом новой резервной валюты, в соответствии с параграфом 13, он обязан в течение года конвертировать все свои резервы иностранной валюты в активы, подлежащие оплате в новой резервной валюте.

15. Валютный Фонд может быть закрыт или его активы переданы организации - наследнику только согласно решению, принятому советом директоров единогласно.

16. Кроме начального займа резервов у Международного Валютного Фонда, Валютный Фонд не может брать взаймы или в качестве дотации резервы от международных организаций или иностранных правительств.

17. Обмен, совершаемый Валютным Фондом, освобождается российским правительством от налогообложения.

18. Рубли валютного фонда будут начальным средством платежа при сборе налогов и уплате долгов в России. Однако, они не будут насильно навязаны в качестве средства платежа в частных сделках.

## ПРИЛОЖЕНИЕ Б. ЕЩЕ О ПРОЦЕССЕ СНАБЖЕНИЯ ДЕНЬГАМИ В СИСТЕМЕ ВАЛЮТНОГО ФОНДА

Это приложение более подробно, чем глава 4, рассматривает связи между балансом платежей и денежным снабжением внутри страны при системе валютного фонда. В нем используются балансы в дополнение к диаграммам денежных потоков, приведенным в главе 4. Диаграммы денежных потоков (от 4.1 до 4.4) изображают последовательность событий, в то время как приведенные здесь балансы изображают условия на определенных стадиях для соответствующих субъектов в системе валютного фонда. [109] Ближе к концу приложения мы переходим от упрощенных расчетов к более сложным и более реальным расчетам процесса денежного снабжения в системе валютного фонда.

**Диаграмма Б.1 - это упрощенный баланс типичного валютного фонда. Напомним, что в балансе, по определению, активы = пассивы + собственный капитал.**

**Диаграмма Б.1. Схема баланса валютного фонда**

| Активы | Пассивы |
|---|---|
| Иностранные ценные бумаги | Банкноты и монеты<br>Депозиты коммерческих банков (добровольные)<br>Собственный капитал |

**Диаграмма Б.2 - это схема баланса типичного коммерческого банка в системе валютного фонда. (Ниже мы объединим балансы коммерческих банков в единый баланс).**

**Диаграмма Б.2. Схема баланса коммерческого банка.**

| Активы | Пассивы |
|---|---|
| Банкноты и монеты валютного (резервы)<br>Займы и инвестиции | Депозиты субъектов экономики фонда<br>Капитал акционеров (стоимость имущества за вычетом обязательств) |

**Диаграмма Б.3 - это схема баланса типичного субъекта экономики (имеется в виду любой в финансовом секторе, кроме валютного фонда и коммерческих банков). Ниже мы объединим балансы субъектов экономики в единый баланс.**

**Диаграмма Б.3. Схема баланса субъекта экономики.**

| Активы | Пассивы |
|---|---|
| Депозиты в коммерческих банках<br>Банкноты и монеты валютного фонда | Банковские займы<br>Собственный капитал |

Денежное снабжение - это левая сторона (активы) объединенного баланса субъектов экономики.

Возвратимся на минуту к Диаграмме 4.1. Диаграмма движения денежных потоков в главе 4 показывает, что случается, когда активное сальдо текущего баланса имеет место в системе валютного фонда. Чтобы сделать анализ конкретным и простым, мы делаем определенные нижеследующие допущения:

1. Депозиты коммерческих банков конвертируемы в банкноты и монеты валютного фонда (наличность) по фиксированному курсу.
2. Валютный фонд является единственным в стране эмитентом банкнот и монет.
3. Норма депозитов коммерческих банков к банкнотам и монетам валютного фонда (норма отношения депозитов наличности) является постоянной.

[109] Последующие расчеты заимствованы (хотя и не буквально) у Greenwood 1981, 1983a).

4. Доход и денежное снабжение движутся в одном направлении.

5. Между страной с валютным фондом и резервной страной не существует связи в виде наличия зарубежных отделений банков.

6. Изменения в балансе платежей происходит только на текущем счете; счет основного капитала остается без изменений.

7. Не существует никаких обязательных норм минимума резервов, или каких-то других специальных правил для банков.

8. Люди не хранят резервную валюту и не пользуются ею в сделках внутри страны.[110]

Для иллюстрации связи между коммерческими банками и валютным фондом по мере развития событий, в нижеследующих балансах используются гипотетические цифры. Условимся, что начальной стадией является ситуация, когда баланс текущего счета равен нулю и соответствующие рынки сбалансированы, то есть существует равновесие. Для простоты предположим, что собственный капитал в балансе валютного фонда и капитал акционеров в балансе коммерческих банков равны нулю. Предположим далее, что коммерческие банки хотят норму отношения депозитов к резервам 50:1, а вкладчики хотят норму отношения депозитов к наличности (также известную как норма отношения депозитов к валюте) 10:1 (См. диаграмму Б.4). Валютой страны с валютным фондом является рубль валютного фонда. Первоначально в обращении находятся 600 рублей валютного фонда в банкнотах и монетах. (Эта цифра выбрана для примера, так как она удобна для получения крупных результатов).

Когда в системе валютного фонда имеет место активное сальдо текущего баланса, процесс денежного снабжения происходит как на диаграмме 4.1 в главе 4. Денежная система сначала находится в равновесии, а балансы валютного фонда, коммерческих банков и субъектов экономики даны в диаграмме Б.4.

---

[110] Для анализа вапютных фондов необходимо лишь допущение 1, остальные можно отбросить, но тогда анализ станет гораздо более сложным. Подробности см.: Hanke и Schuler (в почати), а также Ow (1985) и Walters и Hanke (1992).

**Диаграмма Б.4. Схема увеличения снабжения денежной массой в системе валютного фонда. Начальная стадия.**

ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Иностранные ценные бумаги | 600 | Банкноты и монеты | 600 |
| | | Собственный капитал | 0 |

КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Банкноты и монеты валютного фонда (резервы) | 100 | Депозиты субъектов экономики | 500 |
| | | Собственный капитал | 0 |
| Займы и инвестиции | 4900 | | 0 |

СУБЪЕКТЫ ЭКОНОМИКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Депозиты в коммерческих банках | 5000 | Банковские займы | 490 |
| Банкноты и монеты валютного фонда | 500 | Собственный капитал | 0 |
| | | | 600 |

ДЕНЕЖНОЕ СНАБЖЕНИЕ = 5500

Норма отношения депозитов коммерческих банков к резервам равна 5000:100 = 50:1 (равновесие).

Норма отношения депозитов субъектов экономики к наличности равна 5000:500 = 10:1 (равновесие).

Теперь пусть активное сальдо текущего счета составляет 12 рублей валютного фонда, в форме иностранной валюты, которую российские субъекты экономики положили в коммерческие банки в России. Так как мы предположили, в целях упрощения, что коммерческие банки хранят все резервы в форме банкнот и монет валютного фонда, они обменивают иностранную валюту в банкноты и монеты валютного фонда. (Банки обменивают резервную валюту по фиксированному обменному курсу, а другие валюты - по курсу, превалирующему на рынке). Активы и пассивы валютного фонда увеличились по сравнению с начальной стадией на 12 рублей валютного фонда. Резервы банков увеличились на 12 рублей по сравнению с начальной стадией, и авуары депозитов субъектов экономики увеличились на 12 рублей валютного фонда по сравнению с начальной стадией. Вдобавок, денежное снабжение увеличилось на 12 рублей валютного фонда по сравнению с начальной стадией. Это является промежуточной стадией (Диаграмма Б. 5).

**Диаграмма Б.5. Схема увеличения снабжения денежной массой в системе валютного фонда. Промежуточная стадия.**

ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Иностранные ценные бумаги | 612 | Банкноты и монеты | 612 |
| | | Собственный капитал | 0 |

КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Банкноты и монеты валютного фонда (резервы) | 112 | Депозиты субъектов экономики | 501 |
| | | Собственный капитал | 2 |
| Займы и инвестиции | 4900 | | 0 |

СУБЪЕКТЫ ЭКОНОМИКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Депозиты в коммерческих банках | 5012 | Банковские займы | 490 |
| Банкноты и монеты валютного фонда | 500 | Собственный капитал | 0 |
| | | | 612 |

ДЕНЕЖНОЕ СНАБЖЕНИЕ = 5512 (рост = 12)

Норма отношения депозитов коммерческих банков к резервам равна 5012:112 = 44.75:1 (нарушенное равновесие). Норма отношения депозитов субъектов экономики к наличности равна 5012:500 = 10.024:1 (нарушенное равновесие).

Заметьте, что коммерческие банки имеют норму отношения депозитов к резервам 44.75:1 в промежуточной стадии. Это меньше начальной нормы 50:1, которую они хотели. Заметьте также, что субъекты экономики имеют норму отношения депозитов к наличности 10.024:1 в промежуточной стадии, что также больше начальной нормы10:1, которую они хотели. Следовательно, равновесие денежной системы нарушено (соответственно рынки разбалансированы). Коммерческие банки увеличат выдачу займов, субъекты экономики увеличат свои авуары в наличности, чтобы восстановить нормы начальной стадии. В последней стадии они делают это, добиваясь нового равновесия, с денежным снабжением теперь на 110 рублей валютного фонда больше, чем было на начальной стадии (см. Диаграмму Б.6).

**Диаграмма Б.6. Схема увеличения снабжения денежной массой в системе валютного фонда. Последняя стадия.**

ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Иностранные ценные бумаги | 612 | Банкноты и монеты | 612 |
| | | Собственный капитал | 0 |

КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Банкноты и монеты валютного фонда (резервы) | 102 | Депозиты субъектов экономики | 510 |
| | | Собственный капитал | 0 |
| Займы и инвестиции | 4998 | | 0 |

СУБЪЕКТЫ ЭКОНОМИКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Депозиты в коммерческих банках | 5100 | Банковские займы | 499 |
| Банкноты и монеты валютного фонда | 510 | Собственный капитал | 8<br>612 |

ДЕНЕЖНОЕ СНАБЖЕНИЕ = 5610 (рост = 110 от начальная стадия).

Норма отношения депозитов коммерческих банков к резервам равна 5100:102 = 10:1 (равновесие).

Норма отношения депозитов субъектов экономики к наличности равна 5100:510 = 10:1 (равновесие).

Как видно из приведенного баланса, попытки коммерческих банков вновь получить желаемую норму отношения депозитов к резервам, а субъектов экономики - желаемую норму отношения депозитов к наличности, увеличивают денежное снабжение. Эти попытки ведут к изменениям процентных ставок, цен и доходов, что приводит систему валютного фонда к новому равновесию, когда в текущем счете появляется активное сальдо. Упомянутый выше пример в известном смысле снимает эффект связи между нормами отношений депозитов к резервам и депозитов к наличности. Валютный фонд пассивно отвечает за сохранность своей 100%-ной нормы резервов, своего фиксированного обменного курса по отношению к резервной валюте, и то, что он не изменяет отношения депозитов к резервам в коммерческих банках, устанавливая для них требования к резервам.

Когда в системе валютного фонда имеется какой-то дефицит текущего счета, процесс денежного снабжения происходит как на диаграмме 4.2 в главе 4. Как и в случае активного сальдо текущего баланса, денежная система сначала находится в равновесии, и балансы валютного фонда, коммерческих банков и субъектов экономики, данные в диаграмме Б.7, такие же, как в диаграмме Б.4.

**Диаграмма Б.7. Схема уменьшения снабжения денежной массой в системе валютного фонда. Начальная стадия.**

ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Иностранные ценные бумаги | 600 | Банкноты и монеты | 600 |
| | | Собственный капитал | 0 |

КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Банкноты и монеты валютного фонда (резервы) | 100 | Депозиты субъектов экономики | 500 |
| | | Собственный капитал | 0 |
| Займы и инвестиции | 4900 | | 600 |

СУБЪЕКТЫ ЭКОНОМИКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Депозиты в коммерческих банках | 5000 | Банковские займы | 490 |
| Банкноты и монеты валютного фонда | 500 | Собственный капитал | 0 |
| | | | 600 |

ДЕНЕЖНОЕ СНАБЖЕНИЕ = 5500

Норма отношения депозитов коммерческих банков к резервам равна 5000:100 = 50:1 (равновесие).

Норма отношения депозитов субъектов экономики к наличности равна 5000:500 =10:1 (равновесие).

Теперь предположим, что существует дефицит текущего счета в 12 рублей валютного фонда. Иностранцы принимают платежи только в иностранной валюте. Допустим, валютный фонд имеет всю иностранную валюту в российской денежной системе. Россияне приобретают резервную валюту, конвертируя 12 рублей валютного фонда депозитов в коммерческих банках в банкноты и монеты валютного фонда, затем конвертируют банкноту и монеты валютного фонда в иностранную валюту. Резервы коммерческих банков становятся на 12 рублей валютного фонда меньше, чем в начальной стадии, и активы и пассивы валютного фонда становятся на 12 рублей валютного фонда меньше, чем в начальной стадии. Это - промежуточная стадия (см. Диаграмму Б.8).

**Диаграмма Б.8. Схема увеличения снабжения денежной массой в системе валютного фонда. Промежуточная стадия.**

ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Иностранные ценные бумаги | 588 | Банкноты и монеты | 588 |
| | | Собственный капитал | 0 |

КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Банкноты и монеты валютного фонда (резервы) | 88 | Депозиты субъектов экономики | 498 |
| | | Собственный капитал | 8 |
| Займы и инвестиции | 4900 | | 0 |

СУБЪЕКТЫ ЭКОНОМИКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Депозиты в коммерческих банках | 4988 | Банковские займы | 490 |
| Банкноты и монеты валютного фонда | 500 | Собственный капитал | 0 |
| | | | 588 |

ДЕНЕЖНОЕ СНАБЖЕНИЕ = 5488 (уменьшение = 12)

Норма отношения депозитов коммерческих банков к резервам равна 4988:88 = 56.68:1 (нарушенное равновесие).

Норма отношения депозитов субъектов экономики к наличности равна 4988:500 = 9.976:1 (нарушенное равновесие).

Заметьте, что коммерческие банки имеют норму отношения депозитов к резервам 56.68:1 в промежуточной стадии, что больше начальной нормы 50:1, которую они хотели. Заметьте также, что субъекты экономики имеют норму отношения депозитов к наличности 9.976:1 в промежуточной стадии, что меньше начальной нормы 10:1, которую они хотели. Следовательно, в денежной системе нарушено равновесие. Коммерческие банки уменьшат выдачу займов, субъекты экономики уменьшат свои авуары наличности, чтобы восстановить нормы начальной стадии. В последней стадии они сделают это, добившись нового равновесия; теперь денежное снабжение будет на 110 рублей валютного фонда меньше, чем в начальной стадии (см. Диаграмму Б.9).

**Диаграмма Б.9. Схема увеличения снабжения денежной массой в системе валютного фонда. Последняя стадия.**

ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Иностранные ценные бумаги | 588 | Банкноты и монеты | 588 |
| | | Собственный капитал | 0 |

КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Банкноты и монеты валютного фонда (резервы) | 98 | Депозиты субъектов экономики | 490 |
| | | Собственный капитал | 0 |
| Займы и инвестиции | 4802 | | 0 |

СУБЪЕКТЫ ЭКОНОМИКИ

| Активы | | Пассивы | |
|---|---|---|---|
| Депозиты в коммерческих банках | 4900 | Банковские займы | 480 |
| Банкноты и монеты валютного фонда | 490 | Собственный капитал | 2<br>588 |

ДЕНЕЖНОЕ СНАБЖЕНИЕ = 5390 (уменьшение = 110 от начальная стадия).

Норма отношения депозитов коммерческих банков к резервам равна 4900:98 = 50:1 (равновесие).

Норма отношения депозитов субъектов экономики к наличности равна 4900:490 =10:1 (равновесие).

Как и в случае активного сальдо текущего счета, попытки банков восстановить желаемую норму отношения депозитов к резервам, а субъектов экономики восстановить желаемую норму отношения депозитов к наличности, приводят систему валютного фонда к новому равновесию после того, как имел место "дефицит" текущего счета.

Ранее мы сделали ряд упрощений. Если бы мы их не сделали, картина бы стала слишком сложной для анализа. однако множество дополнительных факторов, усложняющих анализ, не влияют на главный вывод: рыночные силы определяют и ограничивают поток денежного снабжения в системе валютного фонда. Поскольку инвестировать средства в страну с валютным фондом более выгодно, чем куда-либо еще (имея в виду такие факторы, как инфляция, риск, связанный с обменом, политический риск, и сборы за сделки), коммерческие банки в системе валютного фонда будут увеличивать выдачу займов. Они могут это делать, так как иностранные инвестиции приносят дополнительные резервы иностранной валюты в систему валютного фонда. С течением времени коммерческие банки в системе валютного фонда увеличивают выдачу займов до такой степени, что это становится менее выгодным, нежели вкладывать средства за границей.

Тогда коммерческие банки начинают поддерживать уровень займов в системе валютного фонда на постоянном уровне, и денежное снабжение прекращает расти.

Если становится более выгодным вкладывать средства за границей, чем в стране валютного фонда, система валютного фонда несет потери в резервах иностранной валюты, коммерческие банки сокращают выдачу займов, чтобы сохранить кредитоспособность, и денежное снабжение уменьшается. Роль валютного фонда во всем этом пассивна - он просто обменивает свои банкноты и монеты на резервную валюту в таких количествах, какие требуются субъектам экономики и коммерческим банкам.

[Please note that this list contains a few errors and omissions that have been corrected by later research.]

| **ПРИЛОЖЕНИЕ В. Список валютных фондов** | | | |
|---|---|---|---|
| **Страна (Современное название) [метрономия], год обретения независимости** | **Годы** | **Норма резерва и активы** | **Обменный курс, отклонения обменного курса** |
| Абу Даби [Великобритания] 1971 | 1966-73 | 100+% золота и иностранной валюты | 1 динар Бахрейна = 0,875 фунтов стерлингов |
| Аден и Аден протекторат (часть Йемена) [Великобритания], 1967 | 1951-72 | 100%* ф. ст. 1942-65; 100+% ф. ст. после первых 2,5 млн. динаров в 1965-72 гг. | 20 восточноафриканских шиллингов = 1 ф. ст. +/- 1/2% 1942-65; 1 южноарабский, южнойеменский динар =1 ф. ст. +/- 3/4% 1965-72 |
| Аргентина | 1902-14, 1927-9 | 100% золотом после первых 293 млн. песо | 1 песо = 0,63870849 г золота, без отклонений |
| Багамские острова [Великобританця] 1973 | 1916-74 | 100+ % ф. ст. | 1 багамский фунт = 1 ф. ст. 1916-66; 1 багамский доллар = 0,98 доллару США 1966-70; 1 багамский доллар 1 доллару США 1970-4 |
| Бахрейн [Великобритания] 1971 | 1965-73 | 100+% иностранной валюты | 1 динар Бахрейна = 0,875 ф. ст. |
| Барбадос [Великобритан 1966 | 1937(?)-73 | 100+ % ф. ст. 1937(?)-51; 110 % ф. ст. 1951-73 | 4,80 долларов (Барбадос) Вест-Индия = 1 ф. ст. 1937(?) -51; 4,80 долларов Вест-Индии (восточно-карибских) = 1 ф. ст. +3/8% и -7/16% 1940-73 |
| Бермудские острова [Великобритания] | 1915 – до наст. Времени | 110+% ф. ст. 1915-70; 115% долларов США 1970- до настоящего времени | 1 бермудский фунт = 1 ф. ст. 1915-70; 1 бермудский доллар = 1 доллар США 1970 до настоящего времени |
| Британская Гвиана (Гайана) [Великобритани 1966 | 1937-65 | 100% ф. ст. 1937-51; 100% ф. ст. + 10% долларов Гвианы (Вест-Индия) 1951(?)-65 | 4,80 доллара (Гвиана) Вест-Индия = 1 ф. ст. +/- 1% 1937-51; долларов Вест-Индии = 1 ф. ст., + 3/8% и -7/16% 1951(?)-65 |
| Британский Гондурас (Белиз) [Великобритания 1981 | 1894-1981(?) | 67% золота + 33% ф. ст. и доллары США = 110% 1894-1939; 110% ф. ст. и доллары США 1939-58; 100% ф. ст. после первых 350.000 – 1 млн. долларов Белиза = 110% 1967-81(?) | 1 доллар Бепиза = 1 доллару США 1894-1949; 4,00 доллара Белиза = 1 ф. ст. 1949-74, 2 доллара Белиза = 1 доллару США 1974-81 (?) |
| Британские Соломоновы Острова (Соломоновы острова) [Великобритания] 1978 | 1930(?)-40 | 100+% австралийский фунт и ф. ст.(?) | 1 фунт стерлингов Соломоновых островов = 1 фунту стерлингов Австралии |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Британское Сомали (часть Сомали) [Великобритания] 1960 | 1942-62 | 100% ф. ст.* | 20 восточноафриканских шиллингов = 1 ф. ст. +/- 1/2% |
| Бруней [Великобритания 1983 | 1952-73 | 110% ф. ст. 1952-67; 100% золота и иностранной валюты 1967-73 | 1 малайский доллар = 0,1166 ф. ст. +/- 1/8% 1952-67; 1 доллар Брунея = 0,1166 ф. ст. 1967-73 |
| Бирма [Великобритания] 1948 | 1947-52 | 100% ф. ст. | 15 рупий Бирмы = 1 ф. ст. +/- 9/32% |
| Камерун (часть Камеруна Нигерии) [Великобритан 1959 | 1916-59 | 110% ф. ст. | 1 западноафриканский фунт = 1 ф. ст. +/- 1/2% |
| Каймановы острова [Великобритания] | 1933-61, 1972- до наст. времени | 100%ф. ст. 1933-61; 100% долларов США с 1972 по настоящее время | Использовалась валюта Ямайки до 1972 (см. Ямайка) 1 доллар США = 0,83 доллара Каймановых островов 1972 до настоящего времени |
| Цейлон (Шри-Ланка) [Великобритания] 1948 | 1884-1950 | 33-50% монет + 50-67% ф. ст. и рупий = 110% 1884-1917; 110% ф. ст. и рупий 1917-50 | 1 рупия Цейлона = 1 индийская рупия, без отклонений |
| Кипр [Великобритания] 1960 | 1928-64 | 110% ф. ст. | 1 киприйский фунт = 1 ф. ст. |
| Данциг (Гданьск, Польша) 1924 | 1923-4 | 100% ф. ст. | 25 гульденов = 1 ф. ст. |
| Дубай [Великобритания] | 1966-73 | 100% золота и иностранной валюты | 1 рияль Катара Дубая = 0,16621 г золота |
| Эритрея (часть Эфиопии [Италия, Эфиопия] | 1942-45 | 100% ф. ст. | 20 восточноафриканских шиллингов = 1 ф. ст. +/- 1/2% |
| Эфиопия | 1942-45 | 100%* ф. ст. | 20 восточноафриканских шиллингов = 1 ф. ст. +/- 1/2% |
| Фолкледнские острова [Великобритания] | 1899- до наст. времени | 100 + % ф. ст. | 1 фунт Фолклендов = 1 ф. ст. |
| Фарерские острова (Част Дании) | 1940 – до наст. времени | 100%ф. ст. 1940-9; 100% датской кроны с 1949 и до настоящего времени | 22.40 фарерских крон = 1 ф. ст., без отклонений 1940-9; 1 фарерская крона = 1 датской кроне, без отклонений 1949 до настоящего времени |
| Фиджи [Великобритания] | 1913-75 | 100+% ф. ст. | 1 фунт Фиджи = 1 ф. ст. 1913-33; 1,11 фунта Фиджи = 1 ф. ст. 1933-1967; 1 фунт Фиджи = 1 ф. ст. 1967-9; 2 фунта Фиджи = 1 ф. ст. 1969-75(?) |
| Гамбия [Великобритания | 1913-71 | 110% ф. ст. 1913-64; 100% иностранной валюты 1964-71 | 1 западноафриканский фунт = 1 ф. ст. +/- 1/2% 1913-64; 1 фунт Гамбии = 1 ф. ст. +/- 1/2% (?) 1964-71 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Гибралтар [Великобрита | 1927-до наст. Време | 100 + % ф. ст. | 1 фунт Гибралтара = 1 ф. ст. |
| Золотой Берег (Гана) [Великобритания] 1957 | 1913-58 | 110% ф. ст. | 1 западноафриканский фунт = 1 ф. ст. +/- 1/2% |
| Гонконг [Великобритания] | 1935-45, 1945-74, 1983 – до наст. времени | 105% ф. ст. 1935-41, 1945-72; 105% долларов США 1983-до настоящего времени | управляемый плавающий курс, от 15,36 долларов Гонконга до 16,45 долларов Гонконга = 1ф. ст. 1935-9; 16 долл. Гонконга = 1 ф. СТ. +0% й-1,17% 1935-67, 1945-67; 14,55 долларов Гонконга = 1 ф. ст., без отклонений 1967-72; 5,65 доллара Гонконга = 1 доллару США +/- 2,25%** 1972-3; 5,085 доллара Гонконга = 1 доллару США +/- 2,25%** 1973-4; 7,80 доллара Гонконга = 1 доллару США, без отклонений с времени |
| Ирак [Великобритания] 1932 | 1931-45 | 100% ф. Ст. | 1 динар Ирака = 1 ф. ст. +/- 1/2%(?) |
| Ирландия [Великобритания] 1921 | 1928-43 | 100% ф. ст. После первых 6 миллионов ирландских фунтов | 1 ирландский фунт = 1 ф. ст., без отклонений |
| Итальянский Сомали (часть Сомали) [Италия] 1960 | 1941-59 | 100%* ф. ст. 1941-50; 100% иностранной валюты и золота 1950-9 | 20 восточноафриканских шиллингов = 1 ф. ст. 1941-50; 20 сомали = 1 ф. ст. 1950-9 |
| Ямайка [Великобритания] 1962 | 1933-61 | 100%ф. ст. 1933-53 (?); 70% ф. ст. + 30% фунтов Ямайки 1953(?)-61 | 1 фунт Ямайки = 1 ф. ст. +7/16% й -/2% |
| Кения [Великобритания] 1963 | 1897-1966 | 100%* ф. ст. | 20 восточноафриканских шиллингов = 1 ф. ст. +/- 1/2% |
| Кувейт [Великобритания] 1961 | 1961-69 | мин. 50% золота + макс. 50% долларов США и ф. ст. = 100% | 1 динар Кувейта = 1 ф. ст. |
| Подветренные острова (Нигилла, Антигуа и Барбуда, Сант- Китте и Нэвис, Монсеррат) [Великобритания] не все независимы | 1935-83 | 110%ф. ст. 1951-64; 70% ф. ст. +30% долларов Вест-Индии +110% 1964-8; 100% ф. ст. + некоторое количество долларов Вест- Индии = 110 + % 1968-71; 90% ф ст. +10% вщсточно-карибских допларов = 110% 1971-4; 100% иностранной валюты + некоторое количество восточно-карибских доппаров = 110 + % 1974-83 | использовалась валюта Тринидада. (См. Тринидад). 1935-51; 4,80 долларов Вест-Индии (восточно-карибских) = 1 ф. ст. +3/8% й -7/16% 1951-76; 2,70 восточнокарибских доллара = 1 доллару США 1976-83 |
| Либерия | 1913-14 | | Использовалась Западно-африканская валюта (см. |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | | Нигерия) |
| Ливия [Великобритания, Франция] 1951 | 1950-56 | 100% ф. ст. | 1 фунт Ливии = 1 ф. ст. +/- 1/4% |
| Малайа (часть Малайзии) [Великобританца] 1963 | 1899-1942, 1946-1967 | 110% ф. ст. | Использовалась валюта Проливов (Сингапура) до 1939 года (см. Сингапур); 1 малайский доллар = 2,4 ф. ст. +/- 1/8% 1939-42, 1946-67 |
| Мальдивские острова (Мальдивы) [Великобритания] 1965 | 1849(?)-1967 | | Использовалась валюта Индии и Маврикия (см. Маврикия) |
| Мальта [Великобритания] 1964 | 1949-65(?) | 110+% ф. ст. | 1 мальтийский фунт = 1 ф. ст. |
| Маврикия [Великобритания] 1964 | 1849-1967 | 33-50% монет + 50-67% рупий Маврикия и ф. ст. 100% 1849-65; 110% 1865-1934; 110%ф. ст. 1934-67 | 1 рупия Маврикия = 1 индийской рупии 1849-1934; 15 рупий Маврикия = 1 ф. ст. +/- 1/2% 1934-67 |
| Новая Зеландия [Великобритания] 1907 | 1850-6 | мин. 25% монет + макс. 75% ф. ст. = 100% | 1 фунт Новой Зеландии = 1 ф. ст. |
| Нигерия [Великобритания] 1960 | 1913-59 | 110% ф. ст. | 1 западноафриканский фунт = 1 ф. ст. +/- 1/2% |
| Северное Борнео (часть Малайзии) [Великобритания] 1963 | 1881(?)-1942, 1946-67 | 110% ф. ст. | 1 доллар Борнео = 1 испанскому доллару (возможно имел валютный фонд); 1 доллар Борнео = 0,1166 ф. ст. 1906-52 (валютный фонд существовал часть этого периода или весь период; малайский доллар = 0,1166 ф. ст. +/- 1/8% 1939-42, 1946-67 |
| Северная Россия (часть России) | 1918-20 | 75% ф. Ст. + 25% рублей | 40 рублей = 1 ф. ст. +/- 1% |
| Северная Родезия (Замбия) [Великобритания] 1964 | 1940-56 | 110%ф. ст. 1940-2; 100%ф. ст. + 10% родезийских унтов 1942-7; мин. 50% ф. ст. + макс. 60% родезийских фунтов = 110% 1947-56 | 1 фунт Родезии = 1 ф. ст. +/- 1/4% |
| Ньясаленд (Малави) [Великобритания] 1966 | 1940-56 | 110%ф. ст. 1940-2; 100% ф. ст. + 10% родезийских фунтов 1942-7; мин. 50% ф. ст. + макс. 60% родезийских фунтов = 110% 1947-56 | 1 родезийский фунт = 1 ф. ст. +/- 1/4% |
| Оман | 1970-4 | 100 + % ф. Ст. | 1 риял Омана = 1 ф. ст. |
| Палестина (Израиль [Великобритания] 1948 | 1927-48 (1927-51 в секторе Газа) | 110%ф. ст. | 1 палестинский фунт = 1 ф. ст. +/- 1/8% |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Панама | 1904-31(?) | 100% серебряной монеты +15% долларов США = 100% стоимости золота | 1 бальбоа = 1 американскому доллару |
| Филиппины [США] 1946 | 1903-18, 1923-42, 1945-8 | 100% серебряной монеты +15-25% американских долларов = 100% стоимости золота 1903-8; 1923-42; 1945-8; 100% серебряной монеты +17,5% американских долларов +17,5% песо = 100% стоимости золота 1908-18 | 2 песо = 1 доллару США +/- 3/8% (чеки) или 3/4% (телеграммы) |
| Катар [Великобритания] 1971 | 1966-73 | 100% золота и иностранной валюты | 1 Катар/Дубай риял = 0,16621 г золота |
| Св. Елена [Великобритания] | 1970ГГ | 100+% ф. ст. | 1 ф. ст. Св. Елены = 1 ф. ст. |
| Саравак (часть Малайзии) [Великобритания] 1963 | 1927-42, 1946-67 | 110%ф. ст. | 1 доллар Саравака = 0,1166 ф. ст. 1927-1952; 1 малайский доллар = 0,1166 ф. ст. +/- 1/8% 1952-67 |
| Сейшельские острова [Великобритания] 1976 | 1849-1966(?) | 100+% ф. ст. 1934-66(?) | Использовалась валюта Маврикия до 1936 года; 1 сейшельская рупия = 0,075 ф. ст. +/- 1/2%(?) 1936-66(?) |
| Сьерра Леоне [Великобритания] 1961 | 1913-64 | 110%ф.ст. | 1 западноафриканский фунт = 1 ф. ст. +/- 1/2% |
| Сингапур [Великобритания] 1967 | 1899-1942, 1946-73 | 50-67% монет (вкл. По меньшей мере 10% серебра) + 33-50% индийских рупий и ф. ст.*** = 105% 1899-1923; 110%ф. ст. 1923-42, 1946-67; 100% золота и иностранной валюты 1967-73 | Управляемый плавающий курс 1899-1906; 1 доллар Проливов = 2,4 ф. ст. +1,125% Й -7/8% 1906-39; 1 малайский доллар = 0,1166 ф. ст. +/- 1/8% 1939-42, 1946-67; 1сингапурский доллар = 2,8-2,7 ф. ст. 1967-73 |
| Южная Родезия (Зимбаб [Великобритания] 1965 | 1940-56 | 110% ф. ст. 1940-2; 100% ф. ст. + 10% родезийских фунтов 1942-7;мин. 50% ф. ст. + макс. 60% родезийских фунтов = 110% 1947-56 | 1 родезийский фунт = 1 ф. ст. +/- 1/4% |
| Судан [Египет, Великобритания] 1956 | 1957-60 | 50% ф. ст. + 50% фунтов Судана | 1 суданский фунт = 1,6 ф. ст. |
| Свазиленд [Великобритания] 1968 | 1974-86 | 100% рандов Южной Африки | 1 лангеени = 1 южноафриканскому ранду, без отклонений |
| Таньганьика (Танзания) [Великобритания] 1961 | 1920-1966 | 100%* ф. ст. | 20 восточноафриканских шиллингов = 1 ф. ст. +/- 1/2 % |
| Того (часть Ганы) [Великобритания] 1957 | 1914-1958 | 110% ф. ст. | 1 западноафриканский фунт = 1 ф. ст. +/- 1/2% |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Острова Тонга [Великобритания] 1970 | 1936-1974 | 100 + % ф. ст. и австралийских фунтов (долларов)(?) | 1 фунт Тонга = 1 австралийскому фунту 1,75% (чеки) или 2,5% (телеграммы) 1936-66; 1 пананга = 1 австралийскому доллару 1966-74 |
| Трансиордания (Иорданця) [Великобритания] 1946 | 1927-1964 | 110%ф.ст. | 1 палестинский фунт = 1 ф. ст. +/- 1/8% 1927-48; 1 иорданский динар = 1 ф. ст. +/- 1/8% 1948-64 |
| Тринидад и Тобаго [Великобритания] 1962 | 1935-1964 | 100+%ф.ст. | 4,80 доллара (Тринидада) Вест-Индии = 1 ф. ст. 1935-51; 4,80 долларов Вест-Индии = 1 ф. ст. +3/8% и -7/16% 1951-64 |
| Уганда [Великобритания] 1962 | 1919-1966 | 100%ф.ст.* | 20 восточноафриканских шиллингов = 1 ф. ст. +/- 1/2% |
| Западное Самоа [Новая Зеландия] 1962 | 1920-73 (?) | 100% новозеландских фунтов (долларов)(?) | 1 фунт Западного Самоа = 1 фунту Новой Зеландии 1920-67; 0,8076 тала = 1 новозеландскому доллару 1967-73(?) |
| Неветренные Острова(Гренада, Сант-Винсент и Гренадины, Санта-Лучия, Доминика) [Великобритания] 1974-1 | 1935-83 | 110%ф. ст. 1951-64; 70% ф. ст. + 30% долларов Вест-Индии = 110% 1964-8; 100% ф. ст. + некоторое количество долларов Вест-Индии = 110+ % 1968-71; 90% ф. ст. + 10% восточнокарибских долларов 110% 1971-4; 100% иностранной валюты + некоторое количество восточнокарибских долларов = 110 + % 1974-83 | Использовалась валюта Тринидада 1935-51 (см. Тринидад); 4,80 Вест-Индийских (восточнокарибских) долларов = 1 ф. ст. +3/8% и -7/16% 1951-76; 2,70 восточнокарибских долларов = 1 доллару США 1976-83 |
| Йеменская Арабская Республика (часть Йемена) | 1964-71 | 100+% ф. ст. | 3 йеменских рияла = 1 ф. ст. |
| Занзибар (Танзания) [Великобритания] | 1936-66 | 100%* ф. ст. | 20 восточноафриканских шиллингов = 1 ф. ст. +/- 1/2% |

Источник: Schuler 1992b: приложение, корректированное.

ПОЯСНЕНИЯ

Первая колонка (страна и т.д.): [Великобритания] - означает, что страна является или была британской колонией или подмандатной территорией.

Третья колонка (Норма резерва и активы): Норма резерва "100 +%" означает, что норма составляла от 100 до 110%, однако нам не удалось найти точные данные о норме.

Расчеты типа "67% золота + 33% ф. ст. и долл. США = 110%" означают, что норма резерва была 110%, разделенная в пропорции 67% золота и 33% фунты стерлингов и доллары США.

"Ф. ст." означает активы в валютах зоны фунта стерлингов, исключая отечественную валюту,

большинство активов, подлежащих оплате в фунтах стерлингов, хранились в виде самих фунтов стерлингов.

* Восточноафриканский Валютный Фонд держал 100% дополнительных резервов, но не держал 100% общих резервов до 1950 года; см. примечания к главе 8.

** Здесь приведены допустимые колебания обменного курса во время установления Бреттон-Вудской системы; комиссионный сбор не взимался.

*** Валютный Фонд Сингапура нелегально и в общем-то непреднамеренно держал около 8% активов в долларах Пролива до 1936 года (King 1957: 17).

Четвертая колонка (Обменный курс, отклонения обменного курса): во время действия системы Бреттона Вудса (1945-73) многие валюты были официально привязаны к золотому стандарту, хотя в действительности были привязаны к иностранной валюте. В этих случаях в таблице указывается резервная валюта, а не золото, в качестве основы обменного курса. Состав резервов и отклонения обменного курса менялись за время существования некоторых валютных фондов. В таблице указаны наиболее характерные для состава резервов и отклонений обменного курса цифры. Отклонения обменного курса указаны для банков и других крупных дилеров валютного обмена. Отклонения для остальных были обычно шире.

Следующие валютные фонды, действовавшие более чем на одной территории:

Западноафриканский валютный фонд

- Камерун, Гамбия, Золотой Берег, Нигерия, Сьерра-Леоне, Того.

Восточноафриканский валютный фонд

- Аден, Британское Сомали, Эритрея, Эфиопия, Итальянское Сомали, Кения, Танганьика, Уганда, Занзибар

Валютный Фонд Южной Родезии (позднее - Центральной Африки)

- Северная Родезия, Ньясаленд, Южная Родезия

Совет уполномоченных по валюте Малайа и Британское Северное Борнео

- Бруней, Малайа, Северное Борнео, Саравак, Сингапур

Палестинский Валютный Фонд

- сектор Газа, Палестина, Трансиордания

Совет Уполномоченных по валюте. Британские Карибские территории (Восточная группа) (позднее - Восточнокарибская валютная администрация)

- Барбадос, Британская Гвиана, Подветренные острова (Антигуа и Барбуда, Сант-Китте и Нэвис, Монсеррат), Тринидад и Тобаго, Наветренные острова (Гренада, Сант-Винцент и Гренадины, Санта-Лучия, Доминика)

Валютный Фонд Бахрейна

- Абу Даби, Бахрейн

Катар/Дубай Валютный Фонд

- Дубай, Катар

Другие валютные фонды действовали только на одной территории. Банкноты некоторых валютных фондов широко циркулировали на соседних территориях. Например, Либерия использовала Западноафриканскую валюту до 1944 года, так как не имела своей официальной валюты.

**ПРИМЕЧАНИЯ**

1. Перечень предыдущих наших работ, которые защищали валютные фонды: Hanke и Schuler (1990, 1991b,c,d), Hanke и Walters (1990), Shuler и др. (1991), а также Seigin и Schuler (1990). Перечень работ других экономистов, которые защищали валютные фонды для Восточной Европы и бывшего Советского Союза:

Cobb (1990, 1991), Friedman (1991), Gressel (1989), Hetzel (1990), Jordan (1991), Meltzer (1990), Shmieding (1992), Seigin (1992a) и Walters (1991, 1992a), Makinen (1992), Osband и Villanueva (1992) и Schwartz(1992a,b). Все они обсуждали проблемы системы валютного фонда. Soros (1993) предлагал схему, схожую с валютним фондом.

2. Термин "сверхинфляция" появился в Dornbusch и др. (1990).

3. ВВП как стоимость всех товаров и услуг, готовых к потреблению и производимых в стране за определенный промежуток времени, обычно за год. Он не включает в себя доход от иностранных инвестиций или платежей иностранным инвесторам.

4. В основном мы пользуемся статистическими данными, опубликованными российским правительством, или основанными на данных, предоставленных российским правительством. Читатели допжны иметь в виду, что даже добросовестно собранные данные об экономической ситуации в России имеют большую степень приближенности, а добросовестно отбираются далеко не все статистические данные. Высшие должностные лица российского правительства признавались нам в частных беседах, что российское правительство искажают некоторые данные статистики, чтобы увеличить их привлекательность в смысле привлечения иностранной помощи. Делая это, российское правительство следует старому примеру. Моргенштерн (1963: 21) сообщает: "Когда разрабатывался план Маршалла, один из видных европейских деятелей в его администрации (который пожелал остаться неназванным) говорил мне: "Мы сфабрикуем любые данные, если мы узнаем, что это поможет нам получить как можно больше денег от Соединенных Штатов. Данные, которых мы не имеем, но которые нужны нам для оправдания наших запросов, мы просто придумаем". Это все является одной из причин того, почему мы настроены скептически по поводу предложений "нового плана Маршалла" для России. По проблемам интерпретации официальной статистики смотри: Bush (1992), Marer и др. (1992) и Morgenstern (1963).

5. Во многих странах монеты выпускает не центральный банк, а другие государственные органы. Монеты составляют обычно крайне малую часть денежного снабжения и агенство выпускающее монеты как правило кординирует свою политику выпуска с центральным банком, и в связи с этим она не имеет самостоятельного влияния на денежную политику.

6. "Развивающиеся страны", по классификации Мирового Банка, это страны с низкими и средними доходами. "Развитые страны", по классификации Мирового Банка, это экономики с высокими доходами. По классификации Мирового Банка, Израиль, Сингапур, Гонконг, Объединенные Арабские Эмираты и Кувейт являются развивающимися странами, хотя они являются экономиками с высокими доходами (World Bank 1992a: 218-19).

7. Мы вводим такое определение денежного снабжения для простоты изложения. На практике такие субституты денег как счета на денежном рынке взаимных фондов (в Соединенных Штатах) или, в меньшей степени, кредиты государственных предприятий другим государственным предприятиям (в России), почти так же ликвидны и широко применяемы при платежах, как депозиты в коммерческих банках. Чтобы избежать проблем дефиниции, можно считать коммерческие банки символом всех институтов, которые дают кредит, широко принимаемый как средство платежа.

8. Еще один пример непрозрачности систему центрального банка - золото, которое якобы хранил Центральный Банк СССР. Для привлечения иностранных займов Государственный Банк годами лгал о количестве золота, находящегося у него. В сентябре 1991 года советник советского правительства признался, что большей части этого золота не существовало (Hiatt 1993a). Даже наиболее уважаемые центральные банки похожим образом скрывали свои действия от общественности. Например, Оскар Моргенштерн (1963:20-1), который исследовал точность банковских записей центральных банков, отмечал, что "...Центральные банки во многих странах и почтенный Английский Банк не являются исключениями, они десятилетиями публиковали сознательно искаженные статистические данные. Например, когда часть золота, которое они имели, проходила как "прочие активы" и лишь часть была показана как "золото". В демократической Великобритании перед Второй мировой войной Правительственный Фонд

стабилизации вапюты какое-то время занижал все данные о запасах золота, хотя позднее стало ясно, что запасы, хранящиеся в Английском Банке, превосходили показанные объемы. Этот список можно продолжить. Если солидные правительства фальсифицируют информацию в политических целях, если Английский Банк лжет и скрывает либо фальсифицирует данные, то можно ли ожидать от мелких действующих лиц финансового мира, чтобы они всегда были правдивы, особенно если они знают, что Английский Банк и много других почтенных банков не являются таковыми?"

9. Примеры традиционного подхода: Allison и Yavlinsky (1991: 44), Camdessus (1992), Fischer (1992: 89-94), Fischer и Gelb(1991), IMF и др. (1990:1, 373-5), Lipton и Sachs (1992: 229-44, но см. 258-9), Sachs и Lipton (1992: 29, 47), а также World Bank (1992b, xxiii, 113). Другие недавние работы, в которых говорится о необходимости наличия в России системы центрального банка - Angell (1989), Indjikian (1991: 51), McKinnon (1991: 143), Uno (1991: 167); план Шаталина (Yavlinsky и Kushner 1991) и Другие советские и российские планы реформ, а также с небольшими исключениями - Brada и Claudon (1992), Claasen (1991), Clague и Rausser (1992), и Williamson (1991 a).

10. Описанные программы польской реформы и ее результатов см.: Lipton и Sachs (1990ab), а также OECD (1992). Описание чего-то похожего на программу реформу в Чехословакии перед ее разделением на две отдельные страны, см.: Aghevil и др. (1992). Общее описание и оценку программ экономической стабилизации, разработанных с помощью МВФ, см.: Bruno (1992) и Tocqueville Institute (1992).

11. Описание альтернативного подхода, приведенное здесь, заимствовано с некоторыми изменениями из Walters (1992Ы. 12. Более полдробно о жестких и нежестких огарничениях и их связи с инфляцией см.: Kornai (1992; 140-5, 548-52) и (Nagoaka и Atiyas (1990).

13. Реальные процентные ставки в этой книге - это всегда ex ante реальные ставки (ставки, которые ожидают получить заимодавцы и заемщики), а не ex post реапьные ставки (ставки, которые имели место затем в действительности).

14. Российское правительство рассматривало в 1992 году вопрос о контроле над зарплатами (политику в отношении доходов), чтобы предотвратить дальнейшее смягчение нежестких бюджетных ограничений государственных предприятий (IMF 1992c: 3О). Польша устанавливает контроль над зарплатами на государственных предприятиях (OECD 1992: 44-5).

15. Или, при варианте с параллельной валютой при основании валютного фонда бюджетные ограничения становятся все более жесткими (см. главу 5).

16. Rybczynski (1991: 31) также считает, что финансовая реформа должна стать первой из реформ, хотя она не является синонимом валютного фонда.

17. Некоторые сторонники традиционного подхода например, Fischer и Gelb (1991:98) также считают нужным проведение корпорализации.

18. См., например, Edwards (1989) и Fischer и Gelb (1991: 101-4).

19. Согласно обзору, опубликованному в сентябре 1992 года, 20 миллионов чеповек в России, на Украине и в Белоруссии думали о возможной миграции (Krol 1992).

20. Некоторые экономисты употребляют термин "параллельная валюта" для валюты, обращающейся наряду с другой по плавающему курсу, зачастую нелегально.

21. В соответствии с американским употреблением "billion" (миплиард) в этой книге означает 1000 миллионов.

22. Частично этот разрыв объясняется субсидиями на некоторые товары, в частности, на пищевые продукты. Некоторые местные власти выделяли субсидии, другие - нет.

23. Очень высокие реальные процентные ставки обычно вызваны риском, связанным с обменом, или политическим риском. Российский валютний фонд исключает риск, связанный с обменом на резервную валюту, но он не исключает политического риска. Реальные процентные ставки будут высокими, если российское правительство не обеспечит больше безопасности для прав на собственность (см. главу 7).

24. Недавние публикации МВФ (1992a: 16; 1992d:52-3) затемняют различие между валютным фондом и центральным банком, в частности, потому, что они ошибочно принимают фиксированный обменный курс, поддерживаемый типичным валютным фондом, за искусственный обменный курс, поддерживаемый многими центральными банками.

25. Фиксированный, искусственный и плавающий обменные курсы легче всего различать, когда валюты полностью конвертируемы. Различия между ними в какой-то степени стираются, если

валюты частично конвертируемы или неконвертируемы, так как контроль над валютным обменом зачастую больше влияет на настоящие рыночные курсы обмена валют, чем регулирование обменного курса. Валюта, которая имеет искусственно поддерживаемый обменный курс и контроль над капиталами, может вести себя как плавающая валюта на неограничиваемых рынках обмена валюты, таких, как отечественный неофициальный рынок.

26. Существует несколько определений реального обменного курса; см. Hutton (1992).

27. Недавняя работа по спекулятивным атакам на валюты см. Krugman и Rotemberg (1991/1992).

28. О предьщущих двенадцати корретировках см.: Fratianni и von Hagen (1992:22).

29. О мягких искусственных курсах см.: Williamson 1981. МВФ и Мировой Банк предлагали искусственно поддерживаемый обменный курс в качестве возможного регулирования обмена в будущем для России, но они не делали различий между твердым искусственым и мягким искусственным курсами (Camdessuss 1992:342; World Bank 1992b: 3О.)

30. О возможности уменьшить издержки перехода к низкому уровню инфляции с помощью параллельной валюты см. главу 5. Экономические издержки внезапно введениях жестких бюджетных ограничений в России - возможно гораздо менее существенное препятствие по сравнению с возможными политическими издержками.

31. Очень хороший центральный банк способен сдерживать инфляцию на относительно низком уровне следя за уровнем цен, размером денежного снабжения ипи преследуя еще какую-то цель (см., например, Jonung 1979). Однако для типичного центрального банка такие цены создают попитическое давление в сторону нежестких бюджетных ограничений, так как стандарты для оценки их успеха менее "прозрачньї", чем для обменного курса. Даже некоторые, впрошлом очень хорошие центральные банки, такие, как Банк Швеции, сейчас испытывают трудности со сдерживанием инфляции.

Milton Friedman (1984: 46-53) предлагал способ решения проблемы выбора цели: заморозить денежную базу, отменить центральный банк и разрешить банкам выпускать валюту соревновательно как туристские чеки. В отличие от системы валютного фонда предложение Фридмана не так широко проверено исторической практикой. Такие схемы, однако, несколько раз использовались.

После гражданской войны в США американское правительство заморозило снабжение выпускаемых правительством "гринбеков" в качестве прелюдии к возвращению к золотому стандарту. Правительство регулировало, но не заморозило снабжение банкнотами, выпускавшимися соревновательно коммерческими банками, и конвертируемыми в "гринбеки" (Friedman и Schwartz 1963: 46-9).

32. О причинах преимущества децентрализованного обмена при существовании твердой валюты см. Hayek (1975[1935]), Lavoie (1985) и Mises (1981 [1932]).

33. Венгрия и Польша ограничивают некоторые сделки с текущими счетами (IMF 1992g: 210-15, 395-400). Более подробно о различных типах конвертируемости иностранной валюты см. Greene и Isard (1991: 2-3).

34. Бельгия и Люксембург включены здесь отдельно, хотя их денежные объеденены, в то время как статистика МВФ не включает некоторые страны, - например, Швейцарию, валюта которой полностью конвертируема и бывшие советские республики, которые (за исключением Эстонии) имеют неконвертируемые валюты.

Даже некоторые неразвитые страны, которые в соответствии с критериями МВФ имеют полную конвертируемость, устанавливают строгий контроль за капиталом. Немецким страховым компаниям, например, запрещено покупать активы не в немецких марках (Walters 1990: 86).

35. Жителям Бермуд разрешено конвертировать 25 000 бермудских долларов на человека в год для инвестирования за рубежом, а также 3000 бермудских долларов на человека для путешествий без специального разрешения. Неясно, какой цели служит контроль над капиталом, так как денежно-кредитное учреждение Бермуд держит резервы в долларах США, равные примерно 115% денежной базы.

Британские колониальные валютные фонды, которые использовали в качестве резервной валюты фунт стерлингов, имели полную конвертируемость в фунт, но с 1939 по 1979 годы британское правительство ограничивало конвертируемость основных капиталов в фунтах в третьи валюты, в частности, в доллар США. Британское правительство разрешило полностью свободный рынок обмена фунтов на доллары и обратно в Гонконге.

36. Недавние события в Италии, особенно введение плавающего курса лиры 17 сентября 1992 года, что в действительности означало ее девальвацию по отношению к немецкой марке, показали, что итальянское правительство, возможно, подошло к той границе, после которой рынок не захочет держать больше долговые обязательства итальянского правительства.

37. Похожие примеры в Польше и Израиле см.: OECD (1992: 150) и Plessner (1988: 76-8).

38. Новозеландский эксперимент с восьма независимым с 1989 года центральным банком продолжается еще недостаточно долго, чтобы говорить об окончательном его успехе.

39. Немецкий Бундесбанк имеет более18 000 служащих (Whitney 1992).

40. "Коммунистический манифест" объявляет, что одним из шагов к достижению коммунизма является "централизация кредита в руках государства с помощью национального банка с государственным капиталом и исключительной монополией" (Marx и Engels 1948[1848]:30).

Маркс и Энгельс имели в виду систему, в которой единый банк выполняет функции центрального и коммерческих банков, в отличие от современной западной системы с центральным банком и конкурирующими коммерческими банками. Однако, пытаясь установить контроль над коммерческими банками, центральный банк частично достигает цели, к которой стромились Маркс и Энгельс.

41. О бюджетной конституции см.: Buchanan и Wagner (1977). О денежной конституции см.: Grill и др. (1991) и Yeager (1962, 1992).

42. Стив Ханке одобрил югославскую денежную реформу и наблюдал ее крах в качестве личного экономического советника тогдашнего заместителя премьер-министра Живко Прегля. Он впервые встретился с Преглем в Вене 12-13 октября 1989 года для обсуждения путей установления контроля над инфляцией в Югославии, и был личным советником Прегля по экономике с 1990 по ЗО июня 1991 года. Ханке, на которого произвел впечатление успех в Австрии пассивной денежной поддержки искусственного курса шиллинга по отношению к немецкой марке (Koren 1982) посоветовал Преглю, что искусственный курс подойдет для Югославии. Югославский опыт убедил Стива Ханке, что единственньїм финансовым правилом, которое может контролировать инфляцию в таких экономических и культурных общностях как Югославия или Россия, является настоящий фиксированный обменный курс, который обеспечивается вапютным фондом. Мы выступали за валютный фонд в Югославии в книге Hanke и Schuler (1991c).

43. Измерение экономического роста России - постоянная проблема. Мысли по этому поводу см.: Gregory и Stuart (1986: 29-50), Nove (1989: 1-16, 402), а также Nutter (1962).

44. Все данные приведены в соответствии с "новым стилем" (грегорианским календарем). "Старый стиль" (юлианский календарь), который отстает от "нового стиля" на 13 дней, был официальным календарем в России до февраля 1918 года. 45. Незадолго до большевистской революции Ленин (1964[1917]: 106) писал: "Крупные банки е с т ь тот "государственный аппарат", который нам нужен для осуществления социализма и который мы берем готовым у капитализма, причем нашей задачей является здесь лишь отсечь то, что капиталистически уродует этот превосходный аппарат, сделать его еще крупнее, еще демократичнее, еще всеобъемлющее. Количество перейдет в качество. Единый крупнейший из крупнейших государственный банк, с отделениями в каждой волости, при каждой фабрике - это уже девять десятых социалистического аппарата. Это - общегосударственное счетоводство, общегосударственный учет производства и распределения продуктов, это, так сказать, нечто вроде скелета социалистического общества. (Разрядка - курсив в оригинале).

46. Более подробно описание социалистической финансовой системы в целом см.: Peebles (1991: 15-79). О советской финансовой системе см.: Arnold (1937), Carr (1951-1969), Garvy (1977), Holzman (1955) и Kuschpeta (1978).

47. 17 ноября 1935 года советское правительство девальвировало туристический обменный курс рубля на 77%, но девальвация не имела особого значения для советских граждан, так как рубль был неконвертируемой валютой.

48. Чистый новый кредит, выданный Центральным Банком России для погашения задолженности предприятий, составил на 1 июля 1992 года около 181 милпиардов рублей (FBIS 1992u).

49. Правительство проводит некоторые виды страхования, например, страхование автомобилей, существует несколько небольших частных страховых компаний (IMF 1992c: 94).

50. О российском внешнем долге см.: IMF (1992b: 91-3; 1992c: 32-3), Uchitelle (199b) и World Bank (1992b: 16, 54-7).

51. Россия стала членом МВФ 1 июня 1992 года, а членом Мирового Банка -16 июня 1992 года (IMF 1992c: 1, 36; World Bank 1992b: iii).

52. В законе говорится: "Предназначено для увеличения квоты Соединенных Штатов в Международном Валютном Фонде. Специальные Права Заимствования, эквивалентные 8608.5 долларам остаются доступными до своего истощения и могут быть использованы, помимо других целей, для поддержки финансовой стабильности в странах - членах МВФ посредством использования валютных фондов (Public Law 102-391, 106 Statutes at Large 1636).

Разрешение на использование увеличения квоты в МВФ для учреждения валютных фондов было результатом поправки, внесенной сенатором Филом Грэммом, и поддержанной сенаторами Робертом Доулом, Стивом Симпсоном, Конни Маком, Аланом Симпсоном и Джесси Хелмсом. Стив Ханке предварительно обсуждал систему валютного фонда с некоторыми из них.

53. Предполагается, что последние резервы используются только в системе валютного фонда и в резервной стране, а не где-либо еще. В действительности, последние резервы некоторых валют хранятся вне страны их происхождения. Например, банкноты доллара США в больших количествах хранятся в Латинской Америке.

54. Общее обсуждение роли номинального "якоря" см.: Bruno (1991).

55. Квоты и высокие тарифы также снижают эффективность арбитражных операций, что является одной из причин, почему альтернативный подход к экономической реформе в России, рассматриваемый в главе 1, рекомендует отказ от регулирования торговли.

56. Федеральная резервная система передает правительству депозиты страховых компаний, исчерпавших свои фонды. Это последний кредитор в критической ситуации в американской банковской системе.

57. Эти сведения были нам сообщены Friedberg Commodity Management Inc.

58. Мы предлагали валютный фонд для Аргентины в публикации, написанной перед денежной реформой в апреле 1991 года (Hanke и Schuler 1991d). Спекулятивная атака на песо в ноябре 1992 года усилила аргументы в пользу замены Центрального Банка валютным фондом.

59. Возможно, что валютный фонд может держать менее 100: резервов иностранной валюты, если норма резерва фиксирована и узаконена. В главе 9 мы объясняем, почему норма резерва, меньшая чем 100%, вероятно ослабит легитимность валютного фонда.

60. См.: Blowers и McLeod (1952), Caine (1950), Chalmers (1893), Clauson (1944), Crick (1965), Drake (1966, 1969), Edo (1975), Freris (1991), Ghose (1987), Greaves (1953), Jao (1974), Jao и King (1990), King(1957), Kratz (1966), Lee (1986), Lyones (1962), Nelson (1984), Newlyn и Rowan (1954), Sayers (1952) и Shannon (1951, 1952). Неопубликованные работы, в которых сумммируются история системы валютного фонда - Schuler (1992b) и Schwartz (1992a).

61. Восточно-карибское денежно-кредитное учреждение в действительности девальвировало восточно-карибский доллар примерно на 30%, когда в 1976 году перешло от фунта стерлингов к доллару США в качестве резервной валюты. Девальвация очевидно проводилась с целью повышения конкурентоспособности экспорта. Активов Восточно-Карибского Валютного Фонда было более чем достаточно для обеспечения смены рзервной валюты без проведения девальвации.

62. Международный Банк Торговли и Кредита (МБТК), основанный в Абу Даби, обанкротился в начале июля 1992 года. У него были отделения в Гонконге, а также во многих странах с системами центральных банков. Вкладчики в Гонконге, где банк имел активы, равные одному миллиарду долларов США, смогли в конце концов возвратить около 70% своих депозитов. МБТК - самый крупный банк, обанкротившийся при системе валютного фонда.

63. В 1991 году только 11 из где-то 55 существовавших систем валютных фондов, перечисленных в отчетах МВФ, имели полную конвертируемость: Антигуа и Барбуда, Багамы, Бахрейн, Гамбия, Кувейт, Малайзия, Оман, Сейшельские острова, Сингапур, Объединенньїе арабские эмираты (IMF 1992e: 570-5).

64. В некоторых более ранних работах мы утверждали, что обменный курс может быть установлен на уровне существующего на черном рынке, если состояние финансов столь плачевно, что необходима немедленная (фактически на следующий день реформа. Сейчас мы думаем, что вариант с параллельной валютой, который мы приводим ниже в этой главе, более эффективен при быстром введении твердой отечественной валюты.

65. Последние статьи о замене валюты см.: Revista de analisis economico 1992.

66. Walters (1992b) также является сторонником параллельной вапюты, выпрускаемой российским валютним фондом. Selgin и Schuler (1990), а также Schuler, и др. (1991) предлагают Литве основать валютный фонд, чтобы выпускать параллельную рублю валюту. Hanke и др. (1992a, 1992b) сделали тоже для Эстонии (см. главу 4).

67. Обычньїй финансовый анализ, который применяется в соответствии с количественной теорией денег, неприменим для системы параллельных валют. По экономике параллельных валют см.: Hayek (1978) и Vaubel (1978). (Ранее Hayek [1937: 91-2] защищал вариант системы валютного фонда.

68. Получать платежи в рублевых чеках центрального банка будет невыгодно, если платежная система России останется неэффективной.

69. О наличности, которую держат банки, никаких статистических данных не публиковалось, однако в любом случае ее должно быть немного.

70. Мы делали похожие подсчеты и ранее (Hanke и Schuler 1991b: 25). В этих расчетах безналичные рубпи были приравнены к наличным.

71. О трудностях вычисления паритета покупательной силы, см.: Officer (1982:5-12, 119-37). О трудностях вычисления базового обменного курса при равновесии, см.: Williamson (1991b: 397).

**72.** См.: Bordo и Jonung (1987: Appendix) и IMF: International Financial Statistics.

73. Если невозможно получить начальные резервы иностранной валюты для валютного фонда от МВФ или от российского правительства, то еще остается возможность учредить российский валютный фонд экспериментальным методом, никогда ранее не применявшимся. Валютный фонд мог бы предложить небольшую премию за иностранную валюту в течение короткого периода, во время которого валютный фонд совершает односторонний обмен своих банкнот и монет на наличную иностранную валюту, но не на депозиты в иностранной валюте. Валютный фонд не должен платить резервной валютой за свою валюту в тот период, когда он платит премию за иностранную валюту. Например, после объявпения выбора резервной валюты и обменного курса на эту валюту, в течение одной недели валютный фонд может предложить премию в 2% за любую наличность в твердой валюте, предложенную ему гражданами России. (он может принимать кроме резервной валюты и другие иностранные валюты, а затем использовать их для покупки ценных бумаг в иностранной валюте). Для того, чтобы воспрепятствовать людям, занимающимся арбитражными операциями, использовать это свое предложение с чисто спекулятивными целями, валютный фонд может ограничить объем, который он разрешает конвертировать каждому человеку, и объявить, что он оставляет за собой право сократить период обмена по этому специальному курсу.

Целью ограниченного обмена является поощрение россиян к тому, чтобы обменять на рубли валютного фонда иностранные банкноты, которые они прячут в матрасах и под настилом полов. Обмен будет выгоден российскому правительству, так как он позволит ему забрать сеньораж, который сейчас достается иностранным центральным банкам. При истечении обусловленного срока валютный фонд прекратит выплату премии и начнет обменивать свою валюту на резервную валюту. Валютный фонд быстро восполнит затраты на премию за счет чистого сеньоража. Валютный фонд может взять займ для обеспечения 100% своих резервов иностранной валюты с самого начала и его чистый сеньораж позволит быстро виплатить этот долг.

74. Gressel (1989) предлагал, чтобы советский валютный фонд установил фиксированную сумму рублей, эквивалентную сумме одного доллара и одной марки. Валютный фонд, предложенный Гресселом, держал бы равное количество долларов и марок в качестве резервов. Это простейший вид корзины валют.

75. Angell (1989) и Wanniski (1990) являются сторонниками золотого стандарта для России, но они полагали, что обеспеченный золотом рубль будет выпускаться центральным банком, а не валютным фондом. Их предложения сводились к тому, чтобы Центральный Банк России поддерживал бы твердый искусственный обменный курс, что банку навряд ли удалось бы осуществить.

76. Более подробно об операциях, существовавших в прошлом валютных фондов, см.: Hanke и Schuler (в печати), а также Schuler (1992b).

77. Слово "сеньораж" происходит от французского "сеньор" (хозяин). Первоначально сеньоражем называлась разница между номиналом и стоимостью золота или серебра, пошедших на изготовление монет. Феодапы присваивапи эту разницу в форме налога, поддерживая ее и заставляя своих подданных принимать монеты по их номинальной стоимости.

78. О некоторых вычислениях сеньоража см.: Osband и Villanueva (1982: appendix A). Исследование сеньоража см.: Fischer (1982).

79. Даже система валютного фонда Гонконга, самого примечательного из оставшихся систем валютного фонда, в какой-то мере в последние годы отошла от практики ортодоксального валютного фонда и восприняла черты, которые затем могут быть использованы для учреждения центрального банка. Сам валютный фонд ортодоксален, но он является частью агентства, которое также регулирует работу коммерческих банков и контролирует накопление правительственных бюджетных излишков (Culp и Hanke 1992; Dodwell 1992; Freris 1991: 206-15). Правительство Гонконга начиная с 1989 года использовало возможности этого агентства, чтобы действовать в качестве последнего кредитора в критической ситуации, и агентство может быть превращено в центральный банк. Правительство никогда не приводило убедительных аргументов в пользу таких отклонений от ортодоксальной системы валютного фонда.

80. Если валютный фонд также обслуживает кроме России и другие бывшие советские республики, и их правительства выбирают нескольких членов совета директоров, директора, выбираемые МВФ, также не должны быть гражданами этих стран.

81. В указанных рамках инфляция должна допускаться, так как смена резервной валюты дорого стоит экономике. Так называемые расходы на перепечатку меню ("расходы меню"), может быть, и небольшие, но цена нахождения подходящей новой структуры цен, отражающей новую резервную валюту, может быть большой. Читатели, которые думают, что предлагаемый нами уровень допустимой инфляции слишком высок, пусть сравнят его с существующей в России инфпяцией с 1990 года.

82. Так как мы думаем, что могут быть выработаны подходящие правила для изменения резервной валюты, мы не разделяем мнения Шварца (1992b: 20, 23), о том, что однажды измененная резервная валюта может иметь сокрушитепьные последствия, если резервная страна не является больше важным торговым партнером страны с валютным фондом. В любом случае, для россии эти возможные последствия не столь значительны по сравнению с вредом, вызываемым в настоящее время тем, что рубль не является твердой валютой.

83. Недавний отчет Мирового Банка, посвященный российской экономике (World bank 1992b: 175-92), напоминает об угрозе современному производству нефти из-за обещания либерализации цен на нефть в будущем. Официальные лица МВФ также не советовали российскому правительству обратить внимание на эту проблему, несмотря на то, что в этих документах МВФ (Kumar и Osband 1991) она подчеркивалась.

84. Например, российское правитепьство может провести приватизацию коммунальных служб, железных дорог, средств массовой информации и так далее, продать частоты электромагнитного спектра новым конкурентам в сфере теле-, радио и телефонного бизнеса; и в дальнейшем сократить субсидирования и государственные капиталовложения, которые в 1990 году составили около 40% расходов правительства (FBIS 1992k).

85. Оценка прибыльности или убыточности государственных предприятий должна учитывать, были ли либерализованы цены на используемые материалы или на производимую продукцию. Некоторые недавно прибыльные государственные предприятия станут убыточными, если будут освобождены цены на энергию, а некоторые убыточные государственные предприятия могут, наоборот, стать прибыльными, если будут освобождены цены на их продукцию.

86. Недавний отчет Мирового Банка о состоянии российской экономики (World bank 1992b: 111) осторожен в вопросе конкуренции со стороны иностранных банков.

87. Для того, чтобы требования к резервам не мешали стабилизации капиталов, нужны невероятные условия. См.: Fry 1988: 108-125).

88. Broker и Schuijer описывают западную тенденцию.

89. Противоположное мнение см.: Long и Sagari (1991: 434-5).

90. Похожее предложение см.: Hinds (1990: 74-8). См. также: Aghevli и др. (1992: 15) о решении, использованном в Чехословакии в 1991 году. Mates (1992) возражает против переструктурирования государственных предприятий причем передачи правительству ответственности за долги предприятий, а также передачи государственных облигаций предприятиям-кредиторам.

91. Об идеях реформирования системы платежей в рамках существующей системы см.: Sachs и Lipton (1992: 45-6), а также Summers (1992).

92. Из лучших старых критиков см.: Analyst (1953), Basu (1971: 54-66, 240-4), Hazlewood (1954) и Nevin (1961: 1-44, **67-71).** См. также некоторые статьи в Drake (1966). Современные критики - Bofinger (1991), Fieleke (1992), Fratianni и Др. (1992: 42-3), Havrylyshyn и Williamson (1991: 39-40), и Schwartz (1992b: 18-21). Опровержения см.: Greaves (1953), King (1957: 61-99) и особенно Ow (1985: 54-86).

93. Хорошее недавнее описание центрального банка как последнего кредитора в критической ситуации для коммерческих банков см. в Goodhart (1988:96-102).

94. Dowd (1988) анализирует условия опциона в контексте системы свободного банка (см. главу 8). Исторические примеры использования условий при сделках с премией в системах свободного банка см.: Jonung (1989) и White (1984: 26, 29-30). Hayek (1937: 92) отмечает еще один опцион по типу последнего кредитора в критической ситуации: возможность в случае крайней необходимости выпуска банкнот с менее чем 100% резервов иностранной валюты при системе, при которой обычно имеются 100% резервов иностранной валюты по отношению к объему банкнот в обращении. В предложении Хайека трудно достаточно конкретно определить условия, необходимые для предотвращения того, чтобы денежная политика валютного фонда стала менее связанной правилами и более дискретной.

95. Характеристику плавающих обменных курсов после исчезновения системы искусственных обменных курсов Бреттона Вудса в 1973 году см.: MacDonald (1988).

96. Milton Friedman (1991) - самый известный защитник плавающих обменных курсов в системах центральных банков -приветствовал наши предложения по валютному фонду для Эстонии.

97. Не существует общепринятых критериев для определения оптимальной зоны валюты (Kawai 1992). Было предложено считать критерием то, что рабочая сила должна перемещаться внутри оптимальной валютной зоны. В соответствии с этим критерием Россия не может быть частью оптимальной валютной зоны ни с одной западной страной, так как рабочая сила не движется между Россией и какой-либо действительно потенциально возможной резервной страной; следовательно, система валютного фонда неприемлема для России.

Опыт системы валютного фонда показал, что мобильность трудовых ресурсов по отношению к резервной стране неважна. Например, рабочая сила не передвигалась между Гонконгом и Великобританией или Соединенными Штатами, которые были резервными странами Гонконга, но Гонконг имел быстрый экономический рост при системе валютного фонда. Валютные фонды стимулировали торговлю и мобильность сбережений с резервной страной, что, похоже, компенсировало отсутствие движения трудовых ресурсов с резервной страной.

98. Один из путей обеспечения конкуренции валют - это учреждение валютных фондов с несколькими валютами, каждая из которых имеет фиксированный обменный курс со своей обменной валютой (Culp и Hanke 1992).

99. Обратное утверждение состоит в том, что в экономике с сокращающимся производством и с валютным фондом, денежное снабжение действует в инфляционной манере, которую некоторые критики системы валютного фонда могут считать желатепьным противоциклическим воздействием.

100. В главе 6 предполагалось, чтобы кредитоспособным частным коммерческим банкам было бы разрешено выпускать банкноты. Разрешение коммерческим банкам выпускать банкноты смягчит их возможную потребность сократить кредитование из-за возможного увеличения спроса на конвертацию депозитов в банкноты. Для коммерческого банка выпускаемые им депозиты и банкноты являются эквивалентными пассивами, так же, как депозиты и туристские чеки Selgin 1988b: 108-24). Если люди только хотят конвертировать депозиты в банкноты, и не обязательно только в резервную валюту, коммерческие банки могут удовлетворить спрос, выплачивая клиентам своими собственными банкнотами, а их общие пассивы и резервы останутся без изменения.

101. Возможно, исключением окажется случай, когда получение в самом начале 100% резервов иностранной валюты при превращении центрального банка в валютный фонд окажется недопустимо дорогим делом. В этом случае валютный фонд может иметь 100% от маргинальных резервных потребностей. От валютного фонда требуется удерживать чистый сеньораж до тех пор, пока резервы иностранной валюты не составят 100% от его банкнот и монет в обращении. Восточно-африканский валютный фонд, который обслуживал Кению и другие британские колонии в этом регионе, действовал таким образом с 1920 по 1950 годы. В начале своего существования

Восточно-африканский вапютный фонд сократил свои резервы иностранной валюты до уровня ниже 100%, принимая в Танганьике, колонии, недавно захваченной у Германии, серебряные монеты по номинальной стоимости, которая превышала стоимость металла, пошедшего на их изготовление (Newlyn и Rowan 1954: 58-60, 63-4). Реальная стоимость денежной базы России сейчас так мала, что 100%-ные резервы иностранной валюты вполне осуществимы с самого начала. Мы против менее чем 100% резервов иностранной валюты для вапютных фондов вообще и для российского валютного фонда, - в частности.

102. Мировой Банк определил внешние финансовые потребности России в 23 миллиардов долларов в 1992 году в сравнимую цифру для 1993 года (World Bank 1992b: 49-50).

103. Предполагается, что депозиты вкладчиков остались неизменными и что вкладчики не стремятся обратить большую часть своих депозитов в валюту одновременно с обращением банкнот и монет валютного фонда в резервную валюту.

Если российское правительство получило начапьные резервы иностранной вапюты с помощью займа МВФ, ему придется возвращать МВФ свой долг не из сеньоража валютного фонда, а из других фондов, так как чистый сеньораж в этом случае будет равен нулю.

104. О теории банковского дела см.: Dowd (1989, 1993), Glasner(1989), Selgin (1988Ы и White (1989). Об историческом опыте системы свободного банка см.: Dowd (1992a), Jonung (1989), Smith (1990[1936]) и White (1984, 1993).

105. В чем-то более детальньїй счет валютного фонда Северной России см.: Hanke и Schuler (1991 a).

106. Evsey Domar, экономист русского происхождения, наблюдал резкое нарастание количества российских бумажных денег с удобной позиции, расположенной в тысячах миль от Северной России. В своих воспоминаниях он отмечает: "Будущему экономисту Харбин (Китай) может дать ценные уроки, в частности в области денежного обращения. Город был построен русскими в 1897 (или 1896) году на пересечении Китайской Восточной Железной Дороги как продолжение Транссибирской железной дороги) и крупной судоходной реки Сунгари. Они забыли обеспечить город водопроводом и канализацией, но не своей армией, полицией, судами и, конечно, своими бумажными деньгами, которые обращались без ограничений. После февральской революции (1917), но еще перед Октябрьской, появились новые банкноты, названные "керенками" в честь тогдашнего главы временного правительства А.Ф. Керенского. В ходе гражданской войны родились несколько белых (антикоммунистических) режимов, которые сразу начали печатать свои собственные деньги. Со временем эти банкноты достигали Харбина и принимались по номинальной стоимости. Но когда белые режимы стали терпеть неудачи, население стало относиться к ним с подозрением. Китайские купцы и мелкие торговцы еще принимали эти банкноты, требуя, чтобы они выгпядели абсолютно идеально, когда их держали против света - даже булавочные отверстия приводили к отказу от банкноты. (Почему они делали такую проверку, - я не знаю. Я никогда раньше не слышал о подобной проверке). Как бы то ни было, достаточно скоро все эти банкноты стали бесполезны. В нашем подвале, где хранились дрова, я обнаружил целые их тюки (Domar 1992: 116).

107. Arnold (1937: 146-280) и Elster (1930) приводят подобные расчеты по червонцам. Dohan (1991), Rostowski и Shapiro (1992) приводят современные суммарные выводы.

108. Статистические данные по советскому денежному снабжению 20-х годов нужно интерпретировать, обращая особое внимание на изменения в экономике. Например, реальное снабжение банковскими депозитами в 1928 году составляло 20% от уровня 1914 года, так как то, что раньше являлось депозитными платежами, стало расчетными сделками внутри системы государственных предприятий (Arnold 1937: 250-1). 109. Последующие расчеты заимствованы (хотя и не буквально) у Greenwood 1981, 1983a).

110. Для анализа вапютных фондов необходимо лишь допущение 1, остальные можно отбросить, но тогда анализ станет гораздо более сложным. Подробности см.: Hanke и Schuler (в почати), а также Ow (1985) и Walters и Hanke (1992).

**Библиография**


Aghevli, Bijan B., Borensztein, Eduardo, and Willigen, Tessa van der (1992) Stabilization and Structural Reform in the Czech and Slovak Federal Republic: First Stage, Occasional Paper 92, Washington: International Monetary Fund.

Aglietta, Michel (1992) 'Payments systems for CIS interrepublic trade', Studies on Soviet Economic Development, 3, 5: 348-60.

Albright, Joseph (1991) 'Vodka becomes liquid currency, but supply's tight', Atlanta Constitution, 30 December: A17.

Alesina, Alberto (1989) 'Politics and business cycles in industrial democracies', Economic Policy: A European Forum, 4, 8, April: 57-98.

Alexeev, Michael, Gaddy, Clifford, and Leitzel, Jim (1991) 'The economics of the ruble overhang', Communist Economies and Economic Transformation, 3, 4: 467-79.

Allison, Graham, and Yavlinsky, Grigory (1991) Window of Opportunity: The Grand Bargain for Democracy in the Soviet Union, New York: Pantheon Books.

'Analyst' (1953) 'Currency and banking in Jamaica', Social and Economic Studies, 1: 41-53.

Anderson, Annelise (1992) 'The ruble problem: a competitive solution', Stanford, California: Hoover Institution.

Angell, Wayne D. (1989) 'Monetary policy in a centrally planned economy: restructuring toward a market-oriented socialist system', unpublished manuscript, Federal Reserve System Board of Governors, Washington.

Arnold, Arthur Z. (1937) Banks, Credit, and Money in Soviet Russia, New York: Columbia University Press.

Åslund, Anders (1991) Gorbachev's Struggle for Economic Reform, rev. ed., Ithaca, New York: Cornell University Press.

Åslund, Anders (1992) 'Prospects for a successful change of economic system in Russia', unpublished paper, Stockholm Institute of Soviet and East European Studies, 30 October.

Auerbach, Paul, Davison, Geoffrey, and Rostowski, Jacek (1992) 'Secondary currencies and high inflation: implications for monetary theory and policy', Discussion Paper 58, Centre for Economic Performance, London School of Economics, February.

Aukutsionek, Sergei, and Belyanova, Elena (1993) 'Russian credit markets remain distorted', RFE/RL Research Report, 2, 4, 22 January: 37-40.

Aven, Petr O. (1991) 'Economic policy and the reforms of Mikhail Gorbachev: a short history', in Merton J. Peck and Thomas J. Richardson (eds) What Is to Be Done? Proposals for the Soviet Transition to the Market: 179-206, New Haven: Yale University Press.

Balls, Edward (1993) '"Bottom-up" style in fashion for ex-Soviet reform', Financial Times, 8 January: 3.

Barro, Robert J., and Gordon, David B. (1983) 'Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy', Journal of Monetary Economics, 12, 2, July: 101-21.

Basu, S. K. (1971) A Review of Current Banking Theory and Practice, Calcutta: Macmillan.

BCRA (1992) Banco Central de la República Argentina, Indicadores económicos, junio.

Bennett, Adam G. G. (1992) 'The operation of the Estonian currency board', International Monetary Fund Paper on Policy Analysis and Assessment 92/3.

Bernholz, Peter, and Gersbach, Hans (1992) 'The present monetary theory of advanced inflation: a failure?' Journal of Institutional and Theoretical Economics, 148, 4, December: 705-19.

Berreby, David (1992) 'The companies that make money from making money', New York Times, August 23: F10.

Birman, Igor (1980) 'The financial crisis in the USSR', Soviet Studies, 32, 1, January: 84-105.

Birman, Igor (1990) 'The budget gap, excess money and reform', Communist Economies, 2, 1: 25-45.

Birnbaum, Eugene A. (1957) 'The cost of a foreign exchange standard or of the use of a foreign currency as the circulating medium', International Monetary Fund Staff Papers, 5, 3, February: 477-91.

Blanchard, Olivier, Dornbusch, Rudiger, Krugman, Paul, and Layard, Richard (1991) Reform in Eastern Europe, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Bloomfield, Arthur I. (1939) Monetary Policy under the International Gold Standard 1891-1914, New York: Federal Reserve Bank of New York.

Blowers, G. A., and McLeod, A. N. (1952) 'Currency unification in Libya', International Monetary Fund Staff Papers, 2, 3, November: 439-67.

Boettke, Peter J. (1993) Why Perestroika Failed: The Politics and Economics of Socialist Transformation, London: Routledge.

Bofinger, Peter (1991a) 'Options for the payments and exchange-rate system in Eastern Europe', European Economy, special edition 2: 243-62.

Bofinger, Peter (1992b) 'The transition to convertibility in Eastern Europe: a monetary view', in John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 116-38, Washington: Institute for International Economics.

Bordo, Michael D., and Jonung, Lars (1987) The Long-Run Behavior of Velocity: The International Evidence, Cambridge: Cambridge University Press.

Boughton, James M. (1992) 'The CFA franc: zone of fragile stability in Africa', Finance and Development, 29, 4, December: 34-6.

Boulton, Leyla (1992a) 'All rubles are free, but some are freer than others', Financial Times, 1 July: 2.

Boulton, Leyla (1992b) 'Russia's war on oil industry corruption', Financial Times, 23 September: 30.

Boulton, Leyla (1993) 'Former Soviet republics try to avert trade collapse', Financial Times, 22 January: 5.

Brabant, Jozef M. van (1991a) Integrating Eastern Europe into the Global Economy: Convertibility Through a Payments Union, Dordrecht, Netherlands: Kluwer Academic Pubishers.

Brabant, Jozef M. van (1991b) 'Convertibility in Eastern Europe through a payments union', in John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 63-95, Washington: Institute for International Economics.

Brabant, Jozef M. van (1992) 'Rouble', in Peter Newman, Murray Milgate, and John Eatwell (eds) The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, 3: 376-8, London: Macmillan.

Brada, Josef C., and Claudon, Michael P. (eds) (1992) Reforming the Ruble: Monetary Aspects of Perestroika, New York: New York University Press.

Brada, Josef C., et al. (1990) 'A phased plan for making the ruble convertible: a multilateral proposal', in Josef C. Brada and Michael P. Claudon (eds) Reforming the Ruble: Monetary Aspects of Perestroika: 93-131, New York: New York University Press.

Brainard, Lawrence J. (1991) 'Reform in Eastern Europe: creating a capital market', Finance and the International Economy, 4: 6-22, New York: Oxford University Press.

Broker, Günther, and Schuijer, Jan (1991) 'Diversification and deregulation in banking in the OECD countries', in Paul Marer and Salvatore Zechinni (eds) The Transition to a Market Economy, 2: 398-429, Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.

Bruno, Michael (1991) High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy, Essays in International Finance 183, June, Princeton: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.

Bruno, Michael (1992) 'Stabilization and reform in Eastern Europe: a preliminary evaluation', International Monetary Fund Staff Papers, 39, 4, December: 741-77.

Buchanan, James M., and Wagner, Richard E. (1977) Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes, New York: Academic Press.

Bush, Keith (1992) 'The Russian budget deficit', RFE/RL Research Report, 1, 40, 9 October: 30-2.

[Caine, Sydney] (1950) Monetary Systems of the Colonies, London: The Banker.

Camdessus, Michel (1992) 'Monetary arrangements in Eastern Europe and the former Soviet Union', unpublished speech delivered at Bank of Greece colloquium on Monetary Integration in the Eastern European Economies, Athens, 9 October; excerpted in 'Monetary arrangements should promote price stability, says Camdessus', IMF Survey, 9 November: 341-3.

Cameron, Rondo, et al. (1967) Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History, New York: Oxford University Press.

Cameron, Rondo (ed.) (1972) Banking and Economic Development: Some Lessons of History, New York: Oxford University Press.

Capie, Forrest (ed.) (1991) Major Inflations in History, Aldershot, England: Edward Elgar.

Carr, Edward Hallett (1951-1969) A History of Soviet Russia, London: Macmillan.

Carrington, Samantha (1992) 'The remonetization of the Commonwealth of Independent States', American Economic Review, 82, 2, May: 22-6.

Chalmers, Robert C. (1893) A History of Currency in the British Colonies, London: Eyre and Spottiswode for HMSO.

Claasen, Emil-Maria (ed.) (1991) Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries, San Francisco: International Center for Economic Growth/Institute for Contemporary Studies Press.

Clague, Christopher, and Rausser, Gordon C. (eds) The Emergence of Market Economies in Eastern Europe, Oxford: Blackwell Publishers.

Clauson, G. L. M. (1944) 'The British colonial currency system', Economic Journal, 54, 213, April: 1-25.

Cobb, Joe (1990) 'The true achievement of state sovereignty: a currency for Lithuania', unpublished paper presented at a conference in Vilnius, November 28.

Cobb, Joe (1991) 'Introducing a new, independent currency in a seceding U.S.S.R. republic', unpublished paper, Arlington, Virginia.

Collier, Paul, and Joshi, Vijay (1989) 'Exchange-rate policy in developing countries', Oxford Review of Economic Policy, 5, 3, Autumn: 94-113.

Collyns, Charles (1983) Alternatives to the Central Bank in the Developing World, Occasional Paper 20, Washington: International Monetary Fund.

Commersant (English edition, Chicago).

Conant, Charles A. (1969 [1927]), A History of Modern Banks of Issue, 6th ed. rev., New York: Augustus M. Kelley.

Connolly, Michael (1985) 'On the optimal currency peg for developing countries', Journal of Development Economics, 18, 2-3, August: 555-9.

Congdon, T. G. (1985) Economic Liberalisation in the Cone of Latin America, Thames Essays 40, London: Trade Policy Research Centre.

Cooper, Richard (1991a) 'Opening the Soviet economy', in Merton J. Peck and Thomas J. Richardson (eds) What Is to Be Done? Proposals for the Soviet Transition to the Market: 116-32, New Haven: Yale University Press.

Cooper, Richard (1991b) 'Comment', in John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 310-14, Washington: Institute for International Economics.

Corbett, Jenny, and Mayer, Colin (1991) 'Financial reform in Eastern Europe: progress with the wrong model', Oxford Review of Economic Policy, 7, 4, Winter: 57-75.

Corbo, Vittorio, de Melo, Jaime, and Tybout, James (1986) 'What went wrong with the recent reforms in the Southern Cone', Economic Development and Cultural Change, 34, 3, April: 607-40.

Coricelli, Fabrizio, and Rezende Rocha, Roberto de (1991) 'A comparative analysis of the Polish and Yugoslav programmes of 1990', in Paul Marer and Salvatore Zechinni (eds) The Transition to a Market Economy, 2: 189-243, Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development.

Crick, W. F. (ed.) (1965) Commonwealth Banking Systems, Oxford: Clarendon Press.

Cukierman, Alex (1992) Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Cukierman, Alex, Webb, Steven B., and Neyapti, Bilin (1992) 'Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes', World Bank Economic Review, 6, 3, September: 353-98.

Culp, Christopher, and Hanke, Steve H. (1992) 'The Hong Kong linked rate mechanism: monetary lessons for economic development', unpublished paper, University of Chicago and Johns Hopkins University.

Dodwell, David (1992) 'New institutions offered to keep growth on track', Financial Times, 8 October: 4.

Dohan, Michael (1991) 'Comment', in John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 318-28, Washington: Institute for International Economics.

Domar, Evsey D. (1992) 'How I tried to become an economist', in Michael Szenberg (ed.) Eminent Economists: Their Life Philosophies: 115-27, Cambridge: Cambridge University Press.

Dornbusch, Rudiger, Sturzenegger, Frederico, and Wolf, Holger (1990) 'Extreme inflation: dynamics and stabilization', Brookings Papers on Economic Activity, 2: 1-64, 77-84.

Dowd, Kevin (1988) 'Option clauses and the stability of a laisser faire monetary system', Journal of Financial Services Research, 1, 4, December: 319-33.

Dowd, Kevin (1989) The State and the Monetary System, New York: St. Martin's Press.

Dowd, Kevin (ed.) (1992a) The Experience of Free Banking, London: Routledge.

Dowd, Kevin (1992b) 'Money and the market: what role for government?' unpublished paper, University of Nottingham, forthcoming in Cato Journal, 12, 3, Winter 1993.

Dowd, Kevin (1993) Laissez-Faire Banking, London: Routledge.

Drake, P. J. (ed.) (1966) Money and Banking in Malaya and Singapore, Singapore: Malayan Publications.

Drake, P. J. (1969) Financial Development in Malaya and Singapore, Canberra: Australian National University Press.

Economist (1992a) 'Behind the facade', The Economist, 19 September: 96.

Economist (1992b) 'Hand over the money', The Economist, 17 October: 95.

Economist (1992c) 'Fools' gold', The Economist, 5 December: 73.

Edo, Michael E. (1975) 'Currency and banking legislation in the Arabian Peninsula', International Monetary Fund Staff Papers, 22, 2, July: 510-38.

Edwards, Sebastian (1989) 'On the sequencing of structural reforms', Organisation for Economic Cooperation and Development, Department of Economics and Statistics, Working Paper 70, September.

Edwards, Sebastian (1991) 'Capital and current account liberalization and real exchange rates in developing countries', in Emil-Maria Classen (ed.) Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries: 243-75, San Francisco: International Center for Economic Growth/Institute for Contemporary Studies Press.

Eesti Pank (1992a) Regulations for Foreign Exchange Market, 18 June.

Eesti Pank (1992b) Foreign Currency Statutes of Estonia, Appendix to Eesti Pank board meeting, 18 June.

Ellman, Michael (1991) 'Convertibility of the rouble', Cambridge Journal of Economics, 15, 4, December: 481-97.

Ellman, Michael (1992) 'Money in the 1980s: from disequilibrium to collapse', in Michael Ellman and Vladimir Kontorovich (eds) The Disintegration of the Soviet Economic System, London: Routledge.

Elster, Karl (1930) Vom rubel zum Tscherwonjez: zur Geschichte der sowjet-Währung, Jena: Gustav Fischer.

Estonia (1992) Monetary Reform Committee of the Republic of Estonia, Decree 030, 17 June.

FBIS (1992a) 'No restrictions on hard currency exchange', Tallinn Radio Tallinn Network, 20 June, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-124, 26 June: 95-6.

FBIS (1992b) 'Central bank aide on purchasing hard currency', Izvestiya, 30 July: 2, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-150, 4 August.

FBIS (1992c) 'Nizhniy Novgorod to issue own currency', Moscow Russian Television Network, 8 August, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, 8 August: 49.

FBIS (1992d) 'Central bank to open commercial bank accounts', Interfax Business Report, 9 August, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-154, 10 August: 40.

FBIS (1992e) 'Central bank attempts measures to balance interrepublic payments', Rossiyskaya Gazeta, 14 August: 2, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Report, Central Eurasia, FBIS-USR-92-111, 30 August: 1.

FBIS (1992f) 'Gerashchenko on monetary, credit policy', Komosomolskaya Pravda, 1 September: 1-2, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Report, Central Eurasia, FBIS-USR-92-116, 11 September: 9-11.

FBIS (1992g) 'Dniester Republic sets up banking network', Moscow Radio Rossii Network, 14 September, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-179, 15 September: 33.

FBIS (1992h) 'Bank tying savings deposit rates to inflation', Moscow Central Television First Program, 10 September, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-181, 17 September: 27-8.

FBIS (1992i) 'Probe into Chechen banking affair continues; central bank official on improving financial transactions', Rossiyskaya Gazeta, 25 August: 1, 3, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Report, Central Eurasia, FBIS-USR-92-120, 19 September: 39-42.

FBIS (1992j) 'Government owes central bank 1.2 billion [sic] rubles', Interfax, 22 September, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-185, 23 September: 27.

FBIS (1992k) 'Law on budget system for 1992', Rossiyskaya Gazeta, 21 August: 4, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Report, Central Eurasia, FBIS-USR-92-121, 24 September: 59-64.

FBIS (1992l) 'Bank, government disagree on credit policy', Interfax, 23 September, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-188, 28 September: 17-18.

FBIS (1992m) 'Government grants more credits than planned', Interfax, 30 September, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-191, 1 October: 19-20.

FBIS (1992n) 'Nechayev expresses optimism about economy', Nezavisimaya Gazeta, 30 September: 1, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-191, 1 October: 20-1.

FBIS (1992o) 'Aven: export duties to replace quotas', Itar-Tass, 7 October, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-195, 7 October: 10.

FBIS (1992p) 'Nechayev predicts slowing of economic slump', Itar-Tass, 14 October, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-200, 15 October: 27-8.

FBIS (1992q) 'Central bank warns of devaluation, economic crisis', Baltic Independent, 25 September: 4, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Report, Central Eurasia, FBIS-USR-92-131, 16 October: 124.

FBIS (1992r) 'Prices rise 46 percent since currency introduced', Itar-Tass, 27 October, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-209, 28 October: 72-3.

FBIS (1992s) 'Jan-Sep economic performance summarized', Rossiyskaya Gazeta, 4 November, first edition: 1, 4, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-214, 4 November: 37-41.

FBIS (1992t) 'Cost of living increases 7.7 percent in October', Baltfax, 6 November, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-217, 9 November: 55-6.

FBIS (1992u) 'Central bank finishes state business debt reconciliation', Interfax, 11 December, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-92-240, 14 December: 11.

FBIS (1992v) 'Profiles of Estonia's seized banks', Baltic Independent, 27 November: 6, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Report, Central Eurasia, FBIS-USR-92-165, 25 December: 117.

FBIS (1992w) 'Failed banks getting no help', Baltic Independent, 4-10 December: 4, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Report, Central Eurasia, FBIS-USR-92-165, 25 December: 117-18.

FBIS (1993a) 'Russian bank for reconstruction, development set up', Itar-Tass, 5 January, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-93-003, 6 January: 20.

FBIS (1993b) 'Russian 1992 economic performance reported', Rossiyskaya Gazeta, 3 February: 5, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-93-021, 3 February: 21-4.

FBIS (1993c) 'Federov says savings bank to increase interest rates' ,Interfax, 9 February, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-93-026, 10 February: 26.

FBIS (1993d) 'Economics ministry presents 1992 data', Interfax, 10 February, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-93-027, 11 February: 17.

FBIS (1992e) 'Russian Federation 1992 economic data', Ekonomika i zhizn, January: 13-15, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Report, Central Eurasia, FBIS-USR-93-020, 25 February: 23-36.

FBIS (1993f) 'Credit policy eyed', Interfax, 25 February, reprinted in US Foreign Broadcast Information Service Daily Report, Central Eurasia, FBIS-SOV-93-037, 26 February: 21.

FBIS (1993g) 'Central bank's influence on foreign currency exchange', Kommersant, 1-7 February: 10, trans. in US Foreign Broadcast Information Service Report, Central Eurasia, FBIS-USR-93-022, 26 February: 21-3.

Federov, Boris (1991) 'Convertibility of the ruble', in John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 281-293, Washington: Institute for International Economics.

Feige, Edgar L. (1990) 'Perestroika and socialist privatization: What is to be done? And how?' Comparative Economic Studies, 32, 3, Fall: 1-54.

Fenton, Paul, and Murray, John (1992) 'Optimum currency areas: a cautionary tale', unpublished paper, Bank of Canada, September.

Fieleke, Norman S. (1992) 'The quest for sound money: currency boards to the rescue?' New England Economic Review (Federal Reserve Bank of Boston), November-December: 14-24.

Filatochev, Igor, and Bradshaw, Ray (1992) 'The Soviet hyperinflation: its origins and impact throughout the former republics', Soviet Studies, 44, 5: 439-59.

Fischer, Stanley (1982) 'Seigniorage and the case for a national money', Journal of Political Economy, 90, 2, April: 295-313.

Fischer, Stanley (1992) 'Stabilization and economic reform in Russia', Brookings Papers on Economic Activity, 1: 77-111, 125-6.

Fischer, Stanley, and Gelb, Alan (1991) 'The process of socialist economic transformation', Journal of Economic Perspectives, 4, 5, Fall: 91-105.

Fisher, Irving (1935) 100% Money, New York: Adelphi Press.

FO (1918a) Great Britain, Foreign Office, General Correspondence, Russia, 3295, Wilmington, Delaware: Scholarly Resources, microfilm.

FO (1918b) Great Britain, Foreign Office, General Correspondence, Russia, 3344, Wilmington, Delaware: Scholarly Resources, microfilm.

FO (1919a) Great Britain, Foreign Office, General Correspondence, Russia, 3969, Wilmington, Delaware: Scholarly Resources, microfilm.

FO (1919b) Great Britain, Foreign Office, General Correspondence, Russia, 3970, Wilmington, Delaware: Scholarly Resources, microfilm.

Fratianni, Michele, Davidson, Lawrence S., and von Hagen, Jürgen (1992) 'Proposal for monetary and fiscal reforms in the Baltic republics', G-7 Report, Summer: 37-50.

Fratianni, Michele, and von Hagen, Jürgen (1992) The European Monetary System and European Monetary Unity, Boulder, Colorado: Westview Press.

Freeland, Chrystia (1993) '"Mini-Opec" formed to tackle CIS energy crisis', Financial Times, 3 March 1993: 24 (box by John Lloyd).

Freris, Andrew (1991) The Financial Markets of Hong Kong, London: Routledge.

Friedman, Milton (1948) 'A monetary and fiscal framework for economic stability', American Economic Review, 38, 3: September, 245-64.

Friedman, Milton (1960) A Program for Monetary Stability, New York: Fordham University Press.

Friedman, Milton (1988 [1953]) 'The case for flexible exchange rates', in Leo Melamed (ed.) The Merits of Flexible Exchange Rates: An Anthology: 3-42, Fairfax, Virginia: George Mason University Press.

Friedman, Milton (1984) 'Monetary policy in the 1980s', in John H. Moore (ed.) To Promote Prosperity: US Domestic Policy in the Mid-1980s, Stanford, California: Hoover Institution Press.

[Friedman, Milton] (1991) 'Milton Friedman m fl: "Precis vad Estland behöver"', Dagens Industri (Stockholm), 17 december: 9.

Friedman, Milton, and Schwartz, Anna Jacobson (1963) A Monetary History of the United States, Princeton: Princeton University Press.

Fry, Maxwell J. (1988) Money, Interest, and Banking in Economic Development, Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Fry, Maxwell J., and Nuti, D. Mario (1992) 'Monetary and exchange-rate policies during Eastern Europe's transition: some lessons from further east', Oxford Review of Economic Policy, 8, 1, Spring: 27-43.

Garvy, George (1977) Money, Financial Flows, and Credit in the Soviet Union, Cambridge, Massachusetts: Ballinger Publishing Co. for National Bureau of Economic Research.

Glasner, David (1989) Free Banking and Monetary Reform, Cambridge: Cambridge University Press.

Ghose, T. K. (1987) The Banking System of Hong Kong, Singapore: Butterworths.

Goldstein, Morris, et al. (1992) Goldstein, Morris, Isard, Peter, Masson, Paul R., and Taylor, Mark P., Issues in the Evolving International Monetary System, Occasional Paper 96, Washington: International Monetary Fund.

Goodhart, Charles (1988) The Evolution of Central Banks, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Greaves, Ida C. (1953) Colonial Monetary Conditions, London: HMSO.

Gregory, Paul R., and Stuart, Robert C. (1986) Soviet Economic Structure and Performance, 3rd ed., New York: Harper and Row.

Greene, Joshua E., and Isard, Peter (1991) Currency Convertibility and the Transformation of Centrally Planned Economies, Occasional Paper 81, Washington: International Monetary Fund.

Greenhouse, Steven (1993) 'Monetary fund criticizes Russia on inflation', New York Times, 4 February: A13.

Greenwood, John G. (1981) 'Time to blow the whistle', Asian Monetary Monitor, 5, 4, July-August: 15-33.

Greenwood, John G. (1983a) 'How to rescue the HK$: three practical proposals', Asian Monetary Monitor 7, 5, September-October: 11-39.

Greenwood, John G. (1983b) 'The stabilisation of the Hong Kong dollar', Asian Monetary Monitor 7, 6, November-December: 9-37.

Greenwood, John G. (1984) 'Why the HK$/US$ linked rate system should not be changed', Asian Monetary Monitor 8, 6, November-December.

Greenwood, John G., and Gressel, Daniel L. (1988) 'How to tighten up the linked rate mechanism', Asian Monetary Monitor 12, 1, January-February: 2-13.

Gressel, Daniel (1989) 'Soviet macroeconomic imbalances during perestroika', unpublished paper, G.T. Capital Management, San Francisco, 15 November.

Grilli, Vittorio, Masciandro, Donato, and Tabellini, Guido (1991) 'Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries', Economic Policy: A European Forum, 13, October: 341-76, 383-92.

Hanke, Steve H. (ed.) (1987) Privatization and Economic Development, San Francisco: International Center for Economic Growth.

Hanke, Steve H. (1991) 'Reflections on Yugoslavia's transition to a market economy', Fairfax, Virginia: Atlas Economic Research Foundation.

Hanke, Steve H., Jonung, Lars, and Schuler, Kurt (1992a) Rahareform vabale eestile: valuutafondi lahendus, trans. by Avo Viiol, Tartu, Estonia: Tartu Ülikool.

Hanke, Steve H., Jonung, Lars, and Schuler, Kurt (1992b) Monetary Reform for a Free Estonia: A Currency Board Solution, Stockholm: SNS Förlag.

Hanke, Steve H., and Schuler, Kurt (1990) 'Keynes and currency reform: some lessons for Eastern Europe', Journal of Economic Growth, 4, 2: 10-16.

Hanke, Steve H., and Schuler, Kurt (1991a) 'Keynes's Russian currency board', in Steve H. Hanke and Alan A. Walters (eds) Capital Markets and Development: 43-63, San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

Hanke, Steve H., and Schuler, Kurt (1991b) 'Currency Boards for Eastern Europe', Heritage Lectures 355, Washington: Heritage Foundation.

Hanke, Steve H., and Schuler, Kurt (1991c) Monetary Reform and the Development of a Yugoslav Market Economy, London: Centre for Research into Communist Economies.

Hanke, Steve H., and Schuler, Kurt (1991d) ¿Banco central o caja de conversión? Buenos Aires: Fundación República.

Hanke, Steve, and Walters, Alan (1990) 'Reform begins with a currency board', Financial Times, 21 February: 17.

Hanke, Steve H., and Walters, Alan A. (1991a) 'Confidence and the liberal economic imperative', in Steve H. Hanke and Alan A. Walters (eds) Capital Markets and Development: 347-53, San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

Hanke, Steve H., and Walters, Alan A. (1991b) 'Financial and capital markets in developing countries', in Steve H. Hanke and Alan A. Walters (eds) Capital Markets and Development: 25-42, San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

Hanke, Steve H., and Walters, Alan A. (eds) (1991c) 'Discussion', in Steve H. Hanke and Alan A. Walters (eds) Capital Markets and Development: 187-202, San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

Hansson, Ardo (1992) 'Estonian currency reform: progress report and future policies', unpublished paper, Stockholm Institute of Soviet and East European Studies, 7 August.

Hansson, Ardo, and Sachs, Jeffrey (1992) 'Crowning the Estonian kroon', Transition (World Bank Transition and Macro-Adjustment Division, Country Economics Department), 3, 9, October: 1-3.

Havrylyshyn, Oleh, and Williamson, John (1991) From Soviet disUnion to Eastern Economic Community? Policy Analyses in International Economics 35, October, Washington: Institute for International Economics.

Hayek, F. A. (ed.) (1975 [1935]) Collectivist Economic Planning, Clifton, New Jersey: Augustus M. Kelley Publishers.

Hayek, F. A. (1937) Monetary Nationalism and International Stability, London: Longmans, Green and Co.

Hayek, F. A. (1978) Denationalisation of Money--The Argument Refined: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies, 2nd ed., Hobart Paper Special 70, London: Institute of Economic Affairs.

Hays, Laurie (1992a) 'Despite muddled economic policy in Russia, IMF is giving Yeltsin a hearty endorsement', Wall Street Journal, 1 September: A11.

Hays, Laurie (1992b) 'As ruble slides in Moscow trading, the dollar finds takers at any price', Wall Street Journal, 7 October: A13.

Hazlewood, Arthur (1954b) 'The economics of colonial monetary arrangements', Social and Economic Studies, 3, 3-4, December: 291-315.

Hetzel, Robert (1990) 'Free enterprise and central banking in formerly communist countries', Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, July: 13-19.

Hiatt, Fred (1993a) 'Soviets hid gold loss for years', Washington Post, 3 February: A2.

Hiatt, Fred (1993b) 'The $6 billion Russia never got to spend', Washington Post, 1 March: 12.

Hinds, Manuel (1990) 'Issues in the introduction of market forces in East European economies', World Bank Report IDP-0057, April.

Holzman, Franklyn D. (1955) Soviet Taxation: The Fiscal and Monetary Problems of a Planned Economy, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Holzman, Franklyn D. (1991) 'Moving towards ruble convertibility', Comparative Economic Studies, 33, 3, Fall: 3-66.

Hong Kong (1992) Government Information Services, Hong Kong in Statistics, Hong Kong: Government Printer.

Hutton, J. P. (1992) 'Real exchange rates', in Peter Newman, Murray Milgate, and John Eatwell (eds) The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, 3: 303-5, London: Macmillan.

Ickes, Barry W., and Ryterman, Randi (1992) 'The interenterprise arrears crisis in Russia', Post-Soviet Affairs, 8,4, October-December: 331-61.

IMF (1991) 'Yugoslavia: recent economic developments', unpublished paper prepared by N. Weerasinghe, P. Thomsen, D. Hardy, M. Gilman, and J. Horne, European Department, 25 February.

IMF (1992a) International Monetary Fund, Common Issues and Interrepublic Relations in the Former U.S.S.R., prepared under the direction of John Odling-Smee, April, Washington: International Monetary Fund.

IMF (1992b) International Monetary Fund, The Economy of the Former U.S.S.R. in 1991, prepared under the direction of John Odling-Smee, April, Washington: International Monetary Fund.

IMF (1992c) International Monetary Fund, Russian Federation, prepared under the direction of John Odling-Smee, April, Washington: International Monetary Fund.

IMF (1992d) International Monetary Fund, Annual Report, 1992, Washington: International Monetary Fund.

IMF (1992e) International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Washington: International Monetary Fund.

IMF (1992f) International Monetary Fund, International Financial Statistics, September.

IMF (1992g) International Monetary Fund, World Economic Outlook, October.

IMF et al. (1990) International Monetary Fund, International Bank for Reconstruction and Development, Organisation for Economic Cooperation and Development, European Bank for Reconstruction and Development, The Economy of the USSR: Summary and Recommendations, Washington: published jointly.

IMF et al. (1991) International Monetary Fund, International Bank for Reconstruction and Development, Organisation for Economic Cooperation and Development, European Bank for Reconstruction and Development, A Study of the Soviet Economy, 3 v., Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development.

Indjikian, Rouben (1991) 'Rouble convertibility and the Soviet economic reform: an interdependent paradigm', Finance and the International Economy, 4: 37-61, New York: Oxford University Press.

Institute of International Finance (1992) USSR/CIS Country Report, 7 February.

Ironside, William Edmund (1953) Archangel: 1918-1919, London: Constable.

Jack, Andrew (1992) 'Russia needs $500m to train accountants', Financial Times, 19 October: 4.

Jao, Y. C. (1974) Banking and Currency in Hong Kong, London: Macmillan.

Jao, Y. C. (1992) 'Recent trends in currency substitution', Asian Monetary Monitor, 16, 4, July-August: 12-21.

Jao, Y. C., and King, F. H. H. (1990) Money in Hong Kong: Historical Perspective and Contemporary Analysis, Hong Kong: Centre of Asian Studies, University of Hong Kong.

Jonung, Lars (1979) 'Knut Wicksell's norm of price stabilization and Swedish monetary policy in the 1930's', Journal of Monetary Economics, 5, 4, October: 459-96.

Jonung, Lars (1984) 'Swedish experience under the classical gold standard 1873-1913', in Michael D. Bordo and Anna J. Schwartz (eds) A Retrospective on the Classical Gold Standard: 361-99, Chicago: University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research.

Jonung, Lars (1989) 'The economics of private money: the experience of private notes in Sweden 1831-1902', Research Report 282, Stockholm School of Economics.

Jordan, Jerry (1991) 'Fiscal and monetary policies during the transition from socialism to capitalism', unpublished paper, First Interstate Bancorp, Los Angeles.

Kawai, Masahiro (1992) 'Optimum currency areas', in Peter Newman, Murray Milgate, and John Eatwell (eds) The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, 3: 78-81, London: Macmillan.

Kazmin, Andrei I., and Tsimailo, Andrei V. (1991) 'Toward the convertible ruble: the case for a parallel currency', in John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 294-309, Washington: Institute for International Economics.

Kenen, Peter (1991) 'Comment', in John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 139-42, Washington: Institute for International Economics.

Keynes, John Maynard (1971 [1913]) Indian Currency and Finance, in The Collected Writings of John Maynard Keynes, 1, London: Macmillan.

Keynes, John Maynard (1971 [1923]) A Tract on Monetary Reform, in The Collected Writings of John Maynard Keynes, 4, London: Macmillan.

Keynes, John Maynard (1983 [1913]) '[Review of] Departmental Committee on Matters Affecting Currency of the British West African Colonies and Protectorates. Report; Minutes of Evidence', in Donald Moggridge (ed.) The Collected Writings of John Maynard Keynes, 11: 383-4, London: Macmillan.

King, Frank H. H. (1957) Money in British East Asia, London: HMSO.

Koren, Stephan (1982) 'Austrian monetary and exchange rate policies', in Sven W. Arndt (ed.) The Political Economy of Austria, Washington: American Enterprise Institute.

Kornai, János (1990) The Road to a Free Economy: Shifting from a Socialist System; The Example of Hungary, New York: W. W. Norton and Co.

Kornai, János (1992) The Socialist System: The Political Economy of Socialism, Princeton: Princeton University Press.

Kratz, Joachim W. (1966) 'The East African Currency Board', International Monetary Fund Staff Papers, 13, 2, July: 229-55.

Krol, Ronald van de (1992) 'Survey claims 20m in CIS want to emigrate', Financial Times, 30 September: 3.

Krugman, Paul R., and Rotemberg, Julio (1992 [1991]) 'Speculative attacks on target zones', in Paul R. Krugman, Currencies and Crises, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Kumar, Manmohan S., and Osband, Kent (1991) 'Energy pricing in the Soviet Union', International Monetary Fund Working Paper 91/125, December.

Kuschpèta, O. (1978) The Banking and Credit System of the USSR, Leiden: Martinus Nijhoff.

Kydland, Finn E., and Prescott, Edward C. (1977) 'Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans', Journal of Political Economy, 85, 3, June: 473-92.

Laidler, David (1982) Monetarist Perspectives, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Lavoie, Don C. (1985) Rivalry and Central Planning: The Socialist Calculation Debate Reconsidered, Cambridge: Cambridge University Press.

Lee, Sheng-Yi (1974, 1986) The Monetary and Banking Development of Singapore, 1st ed., rev. ed., Singapore: Singapore University Press.

Lenin, V. I. (1964 [1917]) 'Can the Bolsheviks retain state power?' in V. I. Lenin, Collected Works, 26: 87-136, London: Lawrence and Wishart.

Lindsey, David E., and Wallich, Henry C. (1987) 'Monetary policy', in John Eatwell, Murray Milgate, and Peter Newman (eds) The New Palgrave: A Dictionary of Economics, 3: 508-15, London: Macmillan.

Lipton, David, and Sachs, Jeffrey (1990a) 'Creating a market economy in Eastern Europe: the case of Poland', Brookings Papers on Economic Activity, 1: 75-133, 146-7.

Lipton, David, and Sachs, Jeffrey (1990b) 'Privatization in Eastern Europe: the case of Poland', Brookings Papers on Economic Activity, 2: 293-333, 340-1.

Lipton, David, and Sachs, Jeffrey D. (1992) 'Prospects for Russia's economic reforms', Brookings Papers on Economic Activity, 2: 213-65, 281-3.

Lloyd, John (1992) 'Russian oil and gas fields out for tender', Financial Times, 29 September: 7.

Lloyd, John (1993) 'Russia adopts a crisis plan to avert collapse', Financial Times, 21 January: 2.

Lloyd, John, and Volkov, Dmitry (1992) 'Yeltsin bows to fierce anti-reform backlash', Financial Times, 7 October: 2.

Long, Millard, and Sagari, Silvia B. (1991) 'Financial reform in the European economies in transition', in Paul Marer and Salvatore Zechinni (eds) The Transition to a Market Economy, 2: 430-42, Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development.

Loynes, J. B. (1962) The West African Currency Board 1912-1962, London: West African Currency Board.

MacDonald, Ronald (1988) Floating Exchange Rates: Theories and Evidence, London: Unwin Hyman.

Makinen, Gail (1992) 'A currency board as an alternative to a central bank', US Library of Congress, Congressional Research Service Paper 92-937E, 1 December.

Marer, Paul, et al. (1992) Marer, Paul, Arvay, Janos, O'Connor, John, Schrenk, Martin, and Swanson, Daniel, Historically Planned Economies: A Guide to the Data, Washington: World Bank.

Marnie, Sheila (1993) 'The unresolved question of land reform in Russia', RFE/RL Research Report, 2, 7, 12 February: 35-7.

Marx, Karl, and Engels, Frederick (1948 [1848]) The Communist Manifesto, New York: International Publishers.

Mates, Neven (1992) 'Does the government have to clean bank balance sheets in transitional economies?' Communist Economies and Economic Transformation, 4, 3: 395-409.

McKinnon, Ronald (1991) The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy, Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Meltzer, Allan (1990) 'Monetary reform in the U.S.S.R.', unpublished speech presented at a conference in Moscow, September 17.

Meltzer, Allan (1992) 'The Fed at seventy-five', in Michael T. Belongia (ed.) Monetary Policy on the Fed's 75th Anniversary: Proceedings of the Fourteenth Annual Conference of the Federal Reserve Bank of St Louis: 3-65, Boston: Kluwer.

Michalopoulos, Constantine, and Tarr, David (1992) Trade and Payments Arrangements for States of the Former USSR, Studies of Economies in Transformation 2, Washington: World Bank.

Mises, Ludwing von (1981 [1932]) Socialism, 2nd ed., trans. by J. Kahane, Indianapolis: Liberty Classics.

Morgenstern, Oskar (1963) On the Accuracy of Economic Observations, 2nd ed., Princeton: Princeton University Press.

Moore, Des (ed.) (1992) Can Monetary Policy Be Made to Work? Papers Presented at the IPA Monetary Policy Conference, Jolimont, Australia: Institute of Public Affairs, Economic Policy Unit.

Mundell, Robert A. (1961) 'A theory of optimum currency areas', American Economic Review, 51, 3, September: 657-65.

Nagoaka, Sadao, and Atiyas, Izak (1990) 'Tightening the soft budget constraint in reforming socialist economies', World Bank Industry and Energy Department Working Paper 35, May.

Nash, Nathaniel (1992) 'Argentina amid crisis over economic policies', New York Times, 16 November: D3.

National Bank of Yugoslavia (1991) Research Department, Yugoslavia: Statistical Survey, 6, June.

Nelson, William Evan (1984) 'The imperial administration of currency and British banking in the Straits Settlements, 1867-1908', unpublished Ph.D. dissertation, Duke University.

Neurrisse, André (1987) Le franc CFA, Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence.

Nevin, Edward (1961) Capital Funds in Underdeveloped Countries, New York: St. Martin's Press.

Newlyn, W. T., and Rowan, D. C. (1954) Money and Banking in British Colonial Africa: A Study of the Monetary and Banking Systems of Eight British African Territories, Oxford: Clarendon Press.

Niskanen, William A. (1991) 'The soft infrastructure of a market economy', Cato Journal, 11, 2, Fall: 233-8.

Norman, Peter (1991) 'Bank of England training E Europe central bankers', Financial Times, 16 September: 1.

Norman, Peter (1992) 'The day Germany planted a currency time bomb', Financial Times, 12/13 December: 2.

Norman, Peter, and Barber, Lionel (1992) 'The monetary tragedy of errors that led to currency chaos', Financial Times, 11 December: 2.

Nove, Alec (1989) An Economic History of the U.S.S.R., 2nd ed., London: Penguin Books.

Nuti, Domenico Mario (1991) 'Comment', in John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 48-55, Washington: Institute for International Economics.

Nutter, G. Warren (1962) The Growth of Industrial Production in the Soviet Union, Princeton: Princeton University Press.

[Odling-Smee, John] (1992a) 'The Russia file: phasing in the assistance; interview with IMF department director John Odling-Smee', Transition (World Bank Transition and Macro-Adjustment Division, Country Economics Department), 3, 7, July-August: 4-6.

Odling-Smee, John (1992b) 'Letter to the editor: IMF comment on Sachs and Hansson's recent article on the Estonian kroon', Transition (World Bank Transition and Macro-Adjustment Division, Country Economics Department), 3, 10, November: 9.

Officer, Lawrence H. (1982) Purchasing Power Parity and Exchange Rates: Theory, Evidence and Relevance, Greenwich, Connecticut: JAI Press.

OECD (1992) Organisation for Economic Co-operation and Development, Poland 1992, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

Osband, Kent, and Villanueva, Delano (1992) 'Independent currency authorities: an analytic primer', International Monetary Fund Working Paper 92/50, July, published in International Monetary Fund Staff Papers, 40, 1, March 1993: 202-16.

Osiris Conseil (1992) Banking in Russia, Guide 1993, Paris: Osiris Conseil.

Ow, Chwee Huay (1985) 'The currency board monetary system--the case of Singapore and Hong Kong', unpublished Ph.D. dissertation, Johns Hopkins University.

Patrick, Hugh T. (1990) 'The financial development of Taiwan, Korea, and Japan: a framework for consideration of issues', unpublished paper presented at Academica Sinica Institute of Economics Conference on Financial Development in Japan, Korea, and Taiwan, 27-8 August.

Peebles, Gavin (1991) A Short History of Socialist Money, Sydney: Allen and Unwin.

Persson, Torsten, and Tabellini, Guido (1990) Macroeconomic Policy, Credibility and Politics, Chur, Switzerland: Harwood Academic Publishers.

Piot, Olivier (1992) 'La zone franc', Le Monde, 10 novembre: 32.

Pleskovic, Boris, and Sachs, Jeffrey (1992) 'Currency reform in Slovenia: the tolar standing tall', Transition (World Bank Transition and Macro-Adjustment Division, Country Economics Department), 3, 8, September: 6-8.

Plessner, Yakir (1988) 'Israel's monetary policy', in Alvin Rabushka and Steve H. Hanke (eds) Toward Growth: A Blueprint for Economic Rebirth in Israel, Jerusalem: Institute for Advanced Strategic and Political Studies.

Pollak, Jacques (1991) 'Convertibility: the indispensable element in the transition process', in John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 21-30, Washington: Institute for International Economics.

Revista de análisis económico (1992) special issue on convertibility and currency substitution, 7, 1, junio.

RFE/RL (1992) 'Roskomstat releases third quarter results', RFE/RL Research Report, 1, 45, 13 November: 56.

Roberts, Paul Craig, and LaFollette, Karen (1990) Meltdown: Inside the Soviet Economy, Washington: Cato Institute.

Rhodes, Benjamin D. (1988) The Anglo-American Winter War with Russia, 1918-1919: A Diplomatic and Military Tragicomedy, New York: Greenwood Press.

Rostowski, Jacek (1992) 'The benefits of currency substitution during high inflation and stabilization', Revista de análisis económico, 7, 1, junio: 91-107.

Rostowski, Jacek, and Shapiro, Judith (1992) 'Secondary currencies in the Russian hyperinflation of 1921-24', Discussion Paper 59, Centre for Economic Performance, London School of Economics, January.

Rothbard, Murray N. (1962) 'The case for a 100 percent gold dollar', in Leland B. Yeager (ed.) In Search of a Monetary Constitution: 94-136, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Rubinfien, Elisabeth (1992) 'Russia offers privatization plan amid turmoil, currency chaos', Wall Street Journal, 2 October: A10.

Russian Economic Trends (London).

Rybczynski, Tad M. (1991) 'The sequencing of reform', Oxford Review of Economic Policy, 7, 4, Winter: 26-34.

Sachs, Jeffrey, and Lipton, David (1992) 'Russia: towards a market-based monetary system', Central Banking, Summer: 29-53.

Sayers, R. S. (ed.) (1952) Banking in the British Commonwealth, London: Oxford University Press.

Schmieding, Holger (1992) 'Lending stability to Europe's emerging market economies: on the potential importance of the EC and the ECU for the transformation process in Central and Eastern Europe', unpublished Ph.D. dissertation, Christian-Albrechts Universität, Kiel, Germany, published in Kieler Studien, Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck).

Schuler, Kurt (1992a) 'The world history of free banking', in Kevin Dowd (ed.) The Experience of Free Banking: 7-47, London: Routledge.

Schuler, Kurt (1992b) 'Currency boards', unpublished Ph.D. dissertation, George Mason University.

Schuler, Kurt, Selgin, George, and Sinkey, Joseph, Jr. (1991) 'Replacing the ruble in Lithuania: real change versus pseudoreform', Cato Institute Policy Analysis 163, 28 October.

Schwartz, Anna J. (1992a) 'Currency boards: their past, present, and possible future', unpublished paper, National Bureau of Economic Research.

Schwartz, Anna J. (1992b) Do Currency Boards Have a Future? Occasional Paper 88, London: Institute of Economic Affairs.

Selgin, George A. (1988a) 'A free banking approach to reforming Hong Kong's monetary system', Asian Monetary Monitor 12, 1, January-February: 14-24.

Selgin, George A. (1988b) The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue, Totowa, New Jersey: Rowman and Littlefield.

Selgin, George (1992a) 'The ECU could stabilize eastern currencies', Wall Street Journal, 9 January: A12.

Selgin, George (1992b) 'On ensuring the acceptability of a new fiat money', unpublished paper, University of Georgia, 11 November, forthcoming in Journal of Money, Credit, and Banking.

Selgin, George A., and Schuler, Kurt (1990) 'A proposal for reforming Lithuania's monetary system', unpublished paper, University of Georgia and George Mason University, 14 November.

Senik-Leygonie, Claudia, and Hughes, Gordon (1992) 'Industrial profitability and trade among the former Soviet republics', Economic Policy: A European Forum, 15, October: 353-77, 386.

Sesit, Michael R. (1992) 'Europe central banks said to have lost up to $6 billion trying to help currencies', Wall Street Journal, 1 October: C1.

Shannon, H. A. (1951) 'Evolution of the colonial sterling exchange standard', International Monetary Fund Staff Papers, 1, 3, April: 334-354.

Shannon, H. A. (1952) 'The modern colonial sterling exchange standard', International Monetary Fund Staff Papers, 2, 2, April: 318-362.

Shapiro, Joshua (1993) 'Australia's plastic bills: durable and hard to counterfeit', New York Times, 7 February: F9.

Shmelev, Nikolai, and Popov, Vladimir (1989) The Turning Point: Revitalizing the Soviet Economy, New York: Doubleday.

Shelton, Judy (1989) The Coming Soviet Crash: Gorbachev's Desperate Pursuit of Credit in Western Financial Markets, New York: Free Press.

Siebert, Horst (ed.) (1992) The Transformation of Socialist Economies: Symposium 1991, 2 v., Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck).

Sieburger, Marlis (1991) 'Aktuelle Probleme des sowjetischen Finanzsystems: Interdependenz von Bankenreform und Budgetdefizit', Berichte des Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien 35, Köln.

Simons, Henry (1934) A Positive Program for Laissez Faire: Some Proposals for a Liberal Economic Policy, Chicago: University of Chicago Press.

Smith, Vera (1990 [1936]) The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative, Indianapolis: Liberty Press.

Solimano, Andrés (1991) 'On economic transformation in East-Central Europe: a historical and international perspective', World Bank Working Paper 677, May.

Soros, George (1993) 'A social safety net for Russia', Washington Post, 4 January: A21.

Spring-Rice, D. (1919) 'The North Russian currency', Economic Journal, 29, 115, September: 280-9.

Sudetic, Chuck (1991) 'Financial scandal rocks Yugoslavia', New York Times, 10 January: A5.

Sudetic, Chuck (1993) 'A Belgrade banker makes big profits from trade sanctions', New York Times, 16 February: A3.

Summers, Bruce J. (1992) 'Russian payment institutions and the medium of exchange function of the ruble', unpublished paper, Federal Reserve Bank of Richmond, 8 October.

Talley, Samuel H., and Mas, Ignacio (1990) 'Deposit insurance in developing countries', World Bank Working Paper 548, November.

Taylor, Dean (1982) 'Official intervention in the foreign exchange market, or, bet against the central bank', Journal of Political Economy, 90, 2, April: 356-68.

Tocqueville Institute (1992) 'IMF conditionality 1980-1991', unpublished paper, Alexis de Tocqueville Institute.

Uchitelle, Louis (1992a) 'Russians line up for gas as refineries sit on cheap oil', New York Times, 12 July: E4.

Uchitelle, Louis (1992b) 'New man, old burden: Moscow owes $86 billion', New York Times, 16 December: A14.

Uno, Kimio (1991) 'Privatization and the creation of a commercial banking system', in Merton J. Peck and Thomas J. Richardson (eds) What Is to Be Done? Proposals for the Soviet Transition to the Market: 149-78, New Haven: Yale University Press.

Vaubel, Roland (1978) Strategies for Currency Unification: The Economics of Currency Competition and the Case for a European Parallel Currency, Kieler Studien 156, Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck).

Volcker, Paul (1990) 'The role of central banks', in Federal Reserve Bank of Kansas City, Central Banking Issues in Emerging Market Economies: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: 1-8, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Vuylsteke, Charles (1988) 'Techniques of privatization of state-owned enterprises', 1, World Bank Technical Paper 88.

Wallich, Christine (1992) Fiscal Decentralization: Intergovernmental Relations in Russia, Studies of Economies in Transformation 6, Washington: World Bank.

Walters, Alan A. (1987) 'Currency boards', in Peter Newman, Murray Milgate, and John Eatwell (eds) The New Palgrave: A Dictionary of Economics, 1: 740-2, London: Macmillan.

Walters, Alan (1990) Sterling in Danger: The Economic Consequences of Pegged Exchange Rates, London: Fontana/Collins.

Walters, Alan (1991) 'A hard ruble for Boris', London Evening Standard, 22 November.

Walters, Alan A. (1992a) 'A hard ruble for the new republics', National Review, 3 February: 34-6.

Walters, Alan (1992b) 'The frontiers of reform: errors and omissions', AIG World Markets Advisory (AIG Trading Corp.), September: 1, 3-5.

Walters, Alan A., and Hanke, Steve H. (1992) 'Currency boards', in John Eatwell, Murray Millgate, and Peter Newman (eds) The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, 1: 558-61, London: Macmillan.

Wanniski, Jude (1990) 'Save perestroika with monetary deflation', Wall Street Journal, 16 May: 20.

White, Lawrence H. (1984) Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate 1800-1845, Cambridge: Cambridge University Press.

White, Lawrence H. (1989a) Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money, New York: New York University Press.

White, Lawrence H. (1989b) 'Fix or float? The international monetary dilemma', in Lawrence H. White, Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money: 137-47, New York: New York University Press.

White, Lawrence H. (ed.) (1993) Free Banking, 3 v., Aldershot, England: Edward Elgar.

Whitlock, Erik (1992) 'A borrower and a lender be: interenterprise debt in Russia', RFE/RL Research Report, 1, 40, 9 October: 33-8.

Whitlock, Erik (1993) 'New Russian government to continue economic reform? RFE/RL Research Report, 2, 3, 15 January: 23-7.

Whitney, Craig R. (1992) 'Bundesbank: sound money bastion', New York Times, 22 October: D1, D9.

Williamson, John (ed.) (1981) Exchange Rate Rules: The Theory, Performance and Prospects of the Crawling Peg, New York: St. Martin's Press.

Williamson, John (ed.) (1991a) Currency Convertibility in Eastern Europe, Washington: Institute for International Economics.

Williamson, John (1991b) 'The economic opening of Eastern Europe', in John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 363-431, Washington: Institute for International Economics.

Williamson, John (1992) Trade and Payments After Soviet Disintegration, Policy Analyses in International Economics 37, June, Washington: Institute for International Economics.

World Bank (1992a) World Development Report 1992: Development and the Environment, Oxford: Oxford University Press.

World Bank (1992b) Russian Economic Reform: Crossing the Threshold of Structural Change, Washington: World Bank.

World Bank (1992c) Statistical Handbook: States of the Former USSR, prepared by Country Department III, Europe and Central Asia region, under the supervision of Misha V. Belkindas, Studies of Economies in Transformation 3, Washington: World Bank.

Yavlinski, Grigori, and Kushner, David S. (1991) 500 Days: Transition to the Market, New York: St Martin's Press.

Yeager, Leland B. (1976) International Monetary Relations: Theory, History, and Policy, New York: Harper and Row.

Yeager, Leland B. (ed.) (1962) In Search of a Monetary Constitution, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Yeager, Leland (1992) 'Monetary constitutions', in Peter Newman, Murray Milgate, and John Eatwell (eds) The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, 2: 731-4, London: Macmillan.

Yeager, Leland, and associates (1981) Experiences with Stopping Inflation, Washington: American Enterprise Institute.

Zhurek, Stefan (1993) 'Commodity exchanges in Russia: success or failure?' RFE/RL Research Report, 2, 6, 5 February: 41-4.