

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

В. И. Котелкин, С. В. Котелкин

ОБМЕННЫЕ КУРСЫ И СРАВНИТЕЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ: РАВНОВЕСНЫЕ УРОВНИ И ВАЛЮТНЫЕ «АНОМАЛИИ»

Относительная ценность денежных единиц различных стран (курсы обмена валют) связана с динамикой их сравнительной покупательной способности, а следовательно, со сравнительными темпами инфляции¹ в различных странах. Значительные и длительные отклонения обменных курсов валют от уровней, обусловленных их сравнительной покупательной способностью, принято называть «валютными аномалиями». Так, величина равновесного курса доллар–рубли, т. е. соотношения, к которому должен стремиться номинальный (фактический) курс, является одной из загадок современной мировой экономики: разброс оценок охватывает диапазон от 4 до 80 руб. за долл. Например, журнал «Эксперт» (вслед за Центральным банком России) определяет такой курс доллара в 15–17 руб., соотнося величину рублевой денежной массы (наличные деньги и депозиты до востребования) и официальных золотовалютных резервов страны (в терминологии журнала это – «расчетный» курс). Лондонский «*Economist*», применяя подход, известный как «Биг-Мак стандарт» (сравнение цен гамбургеров в различных странах мира), приходит примерно к такому же результату. Международный валютный фонд, Пентагон, Центральное разведывательное управление США (при пересчете российского ВВП в

Владимир Иванович КОТЕЛКИН — д-р экон. наук, профессор кафедры управления и планирования социально-экономических процессов экономического факультета СПбГУ. В 1953 г. окончил экономический факультет ЛГУ и с этого времени работает в Университете. Имеет более 120 научных публикаций, главным образом по проблемам распределительных отношений, нормирования труда, туризма. Ряд работ переведен и опубликован на немецком, китайском, английском, итальянском, испанском, чешском, венгерском, румынском и других языках. Почетный профессор СПбГУ, Почетный работник высшего образования РФ.

Сергей Владимирович КОТЕЛКИН — канд. экон. наук, доцент кафедры теории финансов факультета менеджмента СПбГУ. В 1981 г. окончил экономический факультет ЛГУ. Работал в Российском государственном педагогическом университете, СПб. государственном университете экономики и финансов, Ассоциации коммерческих банков СПб. Имеет более 70 научных и учебно-методических публикаций, главным образом по проблемам современной инфляции, валютно-финансовым отношениям, международным корпоративным финансам. Ряд работ опубликован на немецком и английском языках.

© В. И. Котелкин, С. В. Котелкин, 2007

доллары по «паритету покупательной способности») используют курс около 4 руб. за долл.² Оценка курса на базе «последефолтного» уровня конца 1998 г. и сравнительной инфляции в России и США, по нашим расчетам (см. рис. 6), дает величину в 77 руб. за долл. на конец 2005 г. Равновесный курс доллар–евро определяют часто на уровне единицы в силу весьма близких экономических потенциалов США и Еврозоны. Об этом свидетельствует, в частности, уровень реального курса двух ведущих валют мира³ (см. рис. 4).

В статье анализируются характеристики колебаний обменных курсов на глобальном и развивающемся (российском) валютных рынках (курсы доллар–евро, доллар–рубли)⁴, затем оценивается база, вокруг которой происходят эти колебания (реальные курсы валют). В этом контексте рассмотрены соотношения номинальных и реальных курсов, степень пере- и недооценности доллара США против марки ФРГ, евро, российского рубля на различных временных интервалах в течение 1973–2005 гг., а также даны интерпретации причин такого рода завышенности и заниженности курсов валют⁵.

Колебания курсов валют. Обменный курс – это цена одной валюты, выраженная в единицах другой. Динамика рыночных цен имеет волновой характер⁶. В частности, на зрелых рынках финансовые котировки движутся циклически⁷. Так, после перехода к «плаванию» (март 1973 г.) курсы ведущих валют демонстрировали вполне регулярные циклы колебаний, включающие приблизительно 3–4-летние среднесрочные понижающиеся (и повышающиеся) волны⁸. Не стал исключением номинальный курс доллар–евро (рис. 1). Введение «единой европейской валюты» проходило в 2 этапа – с 1999 г. появился «оптовый» (безналичный) евро, с 2002 г. – «розничный» (наличный). При этом объемы торгов на безналичном сегменте превышают величину операций с наличностью в миллионы раз, а следовательно, динамику курса новой валюты корректно анализировать с начала 1999 г.

Появившийся в России валютный рынок показывал значительно большие колебания (в силу высокого риска) и несложившийся среднесрочный цикл (в силу недостаточной зрелости)⁹. Курс доллара возрос с 6 руб. (последний курс советского периода) до 30 000 руб. в начале XXI в., т. е. рубль обесценился на 99,99%¹⁰. Стабилизация рубля и улучшение

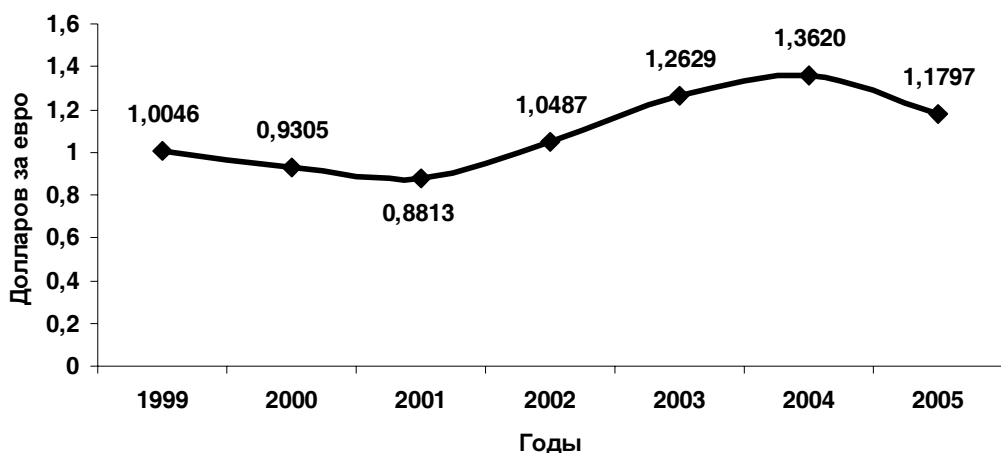
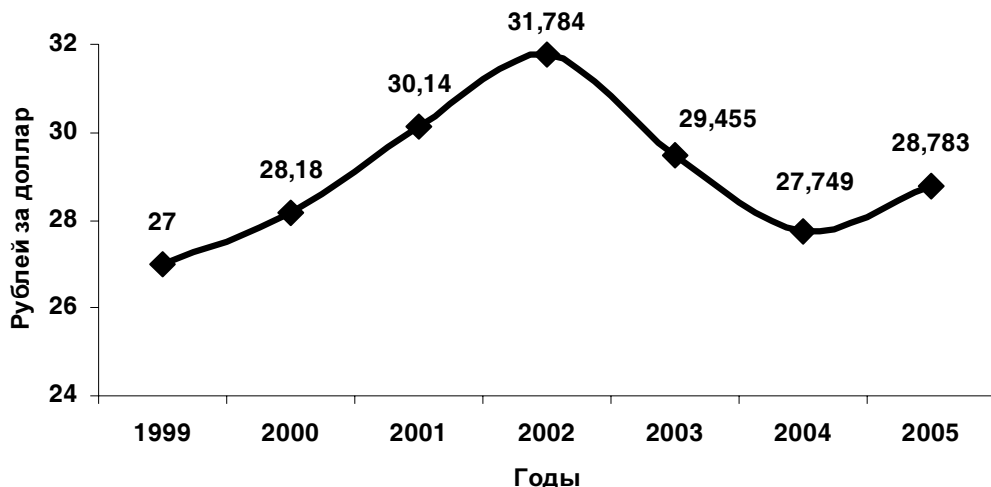


Рис. 1. Курс евро в долларах, 1999–2005 гг. (конец периода).

статуса российской валюты (в сторону ее конвертируемости) ведут к формированию регулярной циклической динамики на отечественном «форексе»¹¹. Так, в 1999–2005 гг. курс доллара в России возрос с 27 до почти 32 руб., потом понизился до 28 руб., а затем опять начал возрастать (рис. 2).



Источник: International financial statistics. Yearbook 2005. IMF: Washington, 2006 (официальный интернет-сайт — www.imf.org)¹².

Рис. 2. Курс доллара в рублях, 1999–2005 гг. (конец периода).

Номинальные (фактические) курсы колеблются вокруг своей естественной базы — «реальных», или «равновесных», курсов.

Номинальные и реальные курсы. Взаимовлияние номинальных и реальных курсов описывается концепцией паритета покупательной способности, которую сформулировал шведский ученый Г. Кассель¹³. Реальный курс инвалюты в единицах отечественной (SR_1^r)¹⁴ — это номинальный курс базового периода (SR_0^n), выраженный в форме прямой котировки иностранной валюты в единицах отечественной и скорректированный на соотношение коэффициентов инфляции в двух странах (валютах)¹⁵:

$$SR_n^r = SR_0^n \cdot \frac{(1 + \Delta p^h)^n}{(1 + \Delta p^f)^n},$$

где $\Delta p^{h(f)}$ — темп инфляции на отечественном и иностранном рынках.

Инфляция (измеренная по индексу потребительских цен) в Германии в 1973–1995 гг. составила 89%, в США — 242%. Следовательно, марка потеряла 47% покупательной способности (в 1995 г. она «стоила» 53 пфенинга 1973 г.), а доллар — 71% (в 1995 г. доллар стоил 29 центов 1973 г.). Чтобы сохранилось равновесие на рынке, доллар должен был бы подешеветь относительно марки на 45% ($100\% - 29/53 \cdot 100\% = 100\% - 55\% = 45\%$). Тогда, если в 1973 г. курс составлял 2,66 марки/долл. (и если этот курс считать равновесным), то равновесный уровень в 1995 г. — 1,47 марки/долл.:

$$SR_{1973}^r = SR_{1995}^n \cdot \frac{(1 + \Delta p^{FRG})}{(1 + \Delta p^{USA})} = 2,66 \cdot \frac{1,89}{3,42} = 1,47.$$

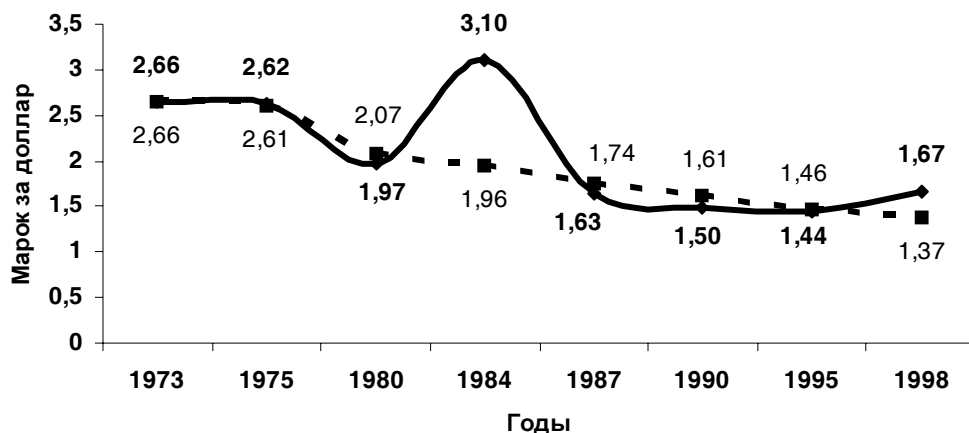
Фактически курс составил 1,44 марки/долл. В целом, если номинальный курс выше реального ($S^n > S^r$), то говорят, что курс валюты *завышен* относительно равновесного уровня. Активы в этой валюте *переоценены* против активов в других валютах. Переоцененные активы стремятся *продать*, повышая их предложение на рынке. Завышенный курс национальной валюты *удорожает* отечественные товары (после пересчета в инвалюту), снижая их ценовую конкурентоспособность на внутреннем рынке. Вместе с тем завышенный курс национальной валюты снижает относительные цены импорта, увеличивая его ценовую конкурентоспособность. В итоге переоцененность валюты означает скрытое «субсидирование» импорта товаров, дополнительный «налог» на отечественный бизнес, «пошлину» на экспорт, тенденцию к оттоку капитала. Например, импортный товар ценой в 100 долл. в начале 1997 г. при курсе 5,56 руб. за долл. стоил при пересчете в российскую валюту 556 руб. (точнее, 556 тыс. руб. в тогдашнем масштабе цен). Тогда при инфляции в 1997 г. в США – 2,34%, а в России – 14,74% соответствующие внутренние цены на конец года составили 102,34 долл. и 637,95 руб. Реальный обменный курс равен 6,23 руб. за долл. Если номинальный курс – 5,96 руб. за долл., то импортный товар в России будет иметь конкурентные преимущества перед отечественным – его цена будет на 4,4% ниже (596 руб.).

Если номинальный курс национальной валюты *занижен* относительно реального (равновесного) уровня ($S^n < S^r$), то активы в ней *недооценены* против активов в других валютах. Недооцененные активы стремятся *купить*, повышая спрос на них на рынках. Заниженный курс валюты *удешевляет* отечественные товары (после пересчета в инвалюту), повышая их экспортную конкурентоспособность. Также это повышает относительные цены импорта, увеличивая внутреннюю конкурентоспособность отечественной продукции. В целом недооцененность валюты означает дополнительный налог на импорт; скрытое субсидирование отечественного бизнеса (экспортеров); тенденцию к притоку капитала¹⁶.

Завышенность (заниженность) обменных курсов свидетельствует о *диспаритете (неравновесии)* на рынках (о валютной «аномалии»), или о существовании неиспользованных прибыльных возможностей. Это приведет рынки в движение – совместное влияние товарного и валютного рынков установит новый равновесный курс.

Необходимо заметить, что реальные обменные курсы теоретически могут быть оценены, исходя из индексов оптовых, внешнеторговых (экспортных, импортных) цен, дефляторов ВВП. Авторы в статье используют индексы потребительских цен, применяя этот традиционный подход по следующим причинам: а) оптовые цены не представляют стоимость конечной реализации товаров и услуг (в них не учитываются наценки торговых посредников, которые могут оказывать существенное влияние на покупательную способность денежных единиц); б) во внешнеторговых ценах «заложена» валютная составляющая (поскольку их пересчитывают, как правило, из иностранной в национальную валюту); в) дефлятор ВВП (индекс «средних» цен) является в большей степени гипотетической (арифметической) величиной и он может не отражать фактический уровень обесценивания валюты¹⁷.

«**Аномалии**» курсов ведущих валют. Хрестоматийной стала среднесрочная завышенность курса доллара в первой половине 1980-х годов – первый срок правления Президента Р. Рейгана (рис. 3).



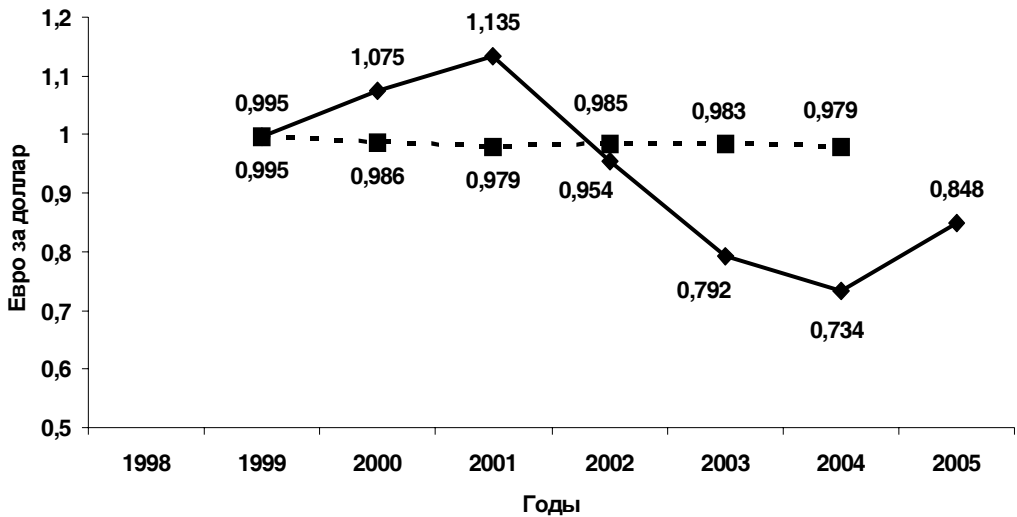
Обозначения: номинальный курс – сплошная линия, реальный курс – прерывистая линия.

Рис. 3. Номинальный и реальный курс доллара США в марках ФРГ, 1973–1998 гг.

В американской экономической политике тогда произошел перелом в сторону борьбы с инфляцией¹⁸ и неорыночной идеологии. В итоге процентные ставки взлетели до исторических высот, инфляция оказалась подавленной, и в американские активы (под высокую реальную доходность) хлынул поток зарубежных денег, взметнув курс доллара. Номинальный курс в 1984 г. составил около 3 марки/долл., а реальный – 2 (переоцененность доллара равнялась 50%), что привело к массивному притоку относительно дешевой импортной продукции в США и огромным дефицитам торгового баланса этой страны¹⁹. До и после этого номинальный курс доллара был близок к реальному уровню. Исключением стал 1998 г., когда инвесторы интенсивно переводили капиталы из развивающихся стран (в том числе из России) и Западной Европы в долларовые активы – в силу финансовых крахов на развивающихся рынках и в ожидании ослабления европейских валют в преддверии введения евро. Переоцененность доллара в конце 1998 г. составила 20% против марки.

Курс доллар–евро в 1999–2005 гг. колебался вокруг реального уровня в интервале от +16% в 2001 г. до –25% в 2004 г. Среднее отклонение составило –4,5%. При этом реальный курс был очень стабилен – от 0,954 до 0,995 евро за долл. (рис. 4).

В начале 2002 г. известный финансовый спекулятор и благотворитель Дж. Сорос заявил, что доллар переоценен на 40% (затем аналогичная оценка появилась в журнале «*Economist*»). Эти предположения в целом оправдались: действительно, курс доллара против евро в 2002 г. упал на 19%. Наоборот, завышенность евро против доллара оценивалась в 2003 г. в 24%, в 2005 г. – в 33%. Слабость доллара помогала компаниям США и сдерживала доходы европейских фирм. Так, прибыль *IBM* (в 1-м квартале 2003 г.) выросла на 11% (без валютной составляющей – на 4%). У *Colgate Palmolive* валютная составляющая обеспечила 2/3 прироста долларовой прибыли от европейских продаж. Имея стабильный курс, прибыли подразделений *Microsoft* в Европе, Азии, Африке выросли бы не на 12%, а на 1%. Наоборот, немецкая *Volkswagen*, итальянская *Benetton*, нидерландская *Akzo* сообщили, что сильное евро уменьшило их доходы²⁰.



Обозначения: номинальный курс — сплошная линия, реальный курс — прерывистая линия.

Рис. 4. Номинальный и реальный курс доллара США в евро, 1999–2005 гг.

В долгосрочной ретроспективе также существовала связь между сравнительной инфляцией в различных странах и курсами валют. Так, марка ФРГ в период системы фиксированных курсов (1944–1971 гг.) была несколько раз ревальвирована: в 1961 г. — с 4,2 марки/долл. до 4 марки/долл., 1969 — до 3,66, в декабре 1971 г. — до 3,2225 марки/долл. Во время «плавания» марка дорожала относительно доллара. При этом сила марки была связана со сравнительно низкой инфляцией в ФРГ (в 1950–1995 гг. потребительские цены возросли в 3,9, а в США — в 6,22 раза). Наоборот, валюты Франции, Великобритании, Италии (где инфляция была в 3–5 раз сильнее, чем в Германии) несколько раз были девальвированы.

Переоцененность рубля в 1990-е годы. В России курс доллара возрастал колоссальными темпами: за вторую половину 1992 г. — на 230% (со 125,26 до 414,5 руб.); за 1993 г. — на 200% (до 1247); за 1994 г. — на 185% (до 3550 руб.). После введения «валютного коридора» в 1995 г. колебания курса резко сократились. Однако «коридорная» стабилизация была искусственной, вызвав отрыв номинального курса от реального. Так, в конце 1994 г. доллар стоил 3,55 руб., в 1994–1997 гг. инфляция в России составила 394%, в США — 8,2%. Значит, доллар должен был стоить 16,33 руб. ($3,55 \cdot 4,94 / 1,082$), однако (в силу поддержания правительством валютного коридора) обменный курс составил 5,96 руб./долл., т. е. рубль был многократно переоценен на валютном рынке, а именно: курс рубля составлял примерно 17 центов ($1/5,96$) вместо 6 центов ($1/16,5$) (таблица).

Это удешевляло импортные товары, делало невыгодным внутреннее производство и увеличивало спрос на доллары для покупок иностранных товаров, что обуславливало повышательное давление на курс американской валюты. В 1998 г. в результате финансового дефолта режим валютного коридора был снят, в результате чего равновесие на валютном рынке России восстановилось — фактический (номинальный) курс составил

Обменный курс доллар–рубли и инфляция

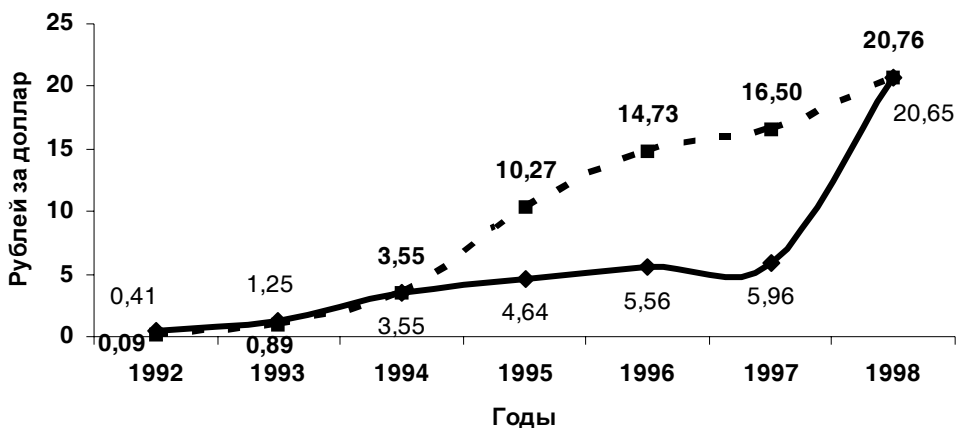
Годы	Индексы инфляции (1995 = 100)		Обменный курс, на конец года руб./долл.	Реальный курс обмена руб./долл.
	Россия	США		
1994	33,62	97,30	3,55	3,55
1995	100,00	100,00	4,64	10,27
1996	147,54	102,90	5,56	14,73
1997	169,11	105,30	5,96	16,50
1998	216,19	107,00	20,65	20,76

Источник: International Financial Statistics. Yearbook 1980; 2002.

20,65 руб./долл., отвечая равновесному (в соответствии со сравнительной инфляцией) – 20,76 (рис. 5).

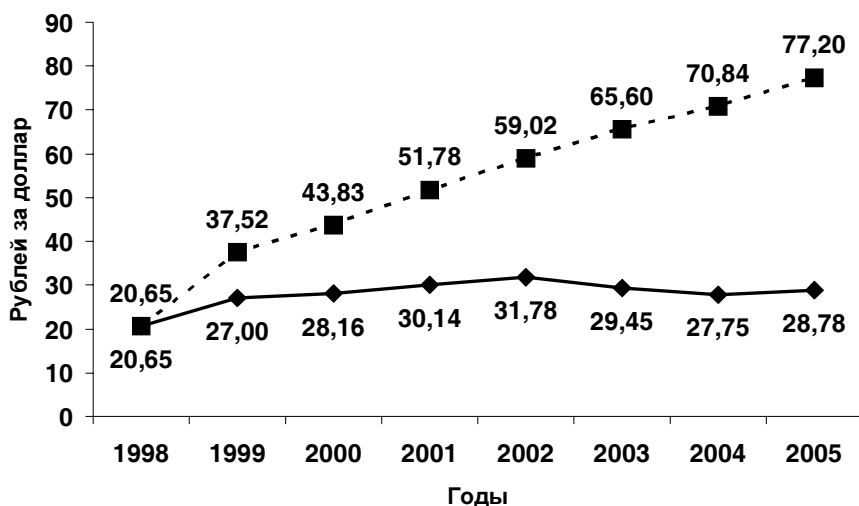
«Аномалия» курса рубля в 2000-е годы. В 1998–2005 гг. потребительские цены в России возросли в 4,5 раза, инфляция в США равнялась 20%. Следовательно, курс доллара должен был бы составить 77 руб., но фактически он был на уровне 29 руб. Таким образом, в 2000-е годы произошел отрыв номинального курса доллар–рубли от его реального уровня, соответствующего темпам инфляции в России и США (рис. 6).

Представляется, что такой разворот событий нельзя расценивать как идущий вразрез с теорией паритета покупательной способности. Напомним, что номинальный курс доллар–евро колебался в эти годы вокруг реального уровня (пусть даже с широким размахом). Фактически в 1990-е годы российская экономика была очень сильно привязана к импорту (его доля на отдельных сегментах рынка доходила до 80%), платежи по которому преимущественно «фактурировались»²¹ (выражались) в долларах. Поэтому темп инфляции в США непосредственно закладывался в импортные цены, а через них – в цены отечественного рынка. Отсюда – тесная (хотя и опосредованная) связь между инфляцией в



Обозначения: номинальный курс – сплошная линия, реальный курс – прерывистая линия.

Рис. 5. Номинальный и реальный курс доллара в рублях, 1992–1998 гг. (на конец периода).



Обозначения: номинальный курс – сплошная линия, реальный курс – прерывистая линия.

Рис. 6. Номинальный и реальный курс доллара в рублях, 1998–2005 гг. (на конец периода).

американской и в российской экономике, а также периодическое выравнивание номинального и реального обменных курсов рубль–доллар. Также в 1990-е годы происходило массированное «бегство капитала» из России преимущественно в долларовой форме, что поддерживало связь между американской и российской валютой. В то же время в начале 2000-х годов доля импорта на большинстве сегментов внутреннего рынка России значительно уменьшилась²², резко возросла конкурентоспособность национального производства и его доля во внутреннем потреблении. Кроме того, с 2002 г. возросли притоки капитала в Россию. В итоге связь курса доллар–рубль с инфляцией в США потеряла во многом значимость (принимая во внимание слабость прямых внешнеэкономических связей между Россией и США). Поэтому реальный курс доллар–рубль (SR_1^r) зависит, скорее, в среднесрочной перспективе от сравнительной рублевой и долларовой инфляции в России (Δp_{RF}^R и Δp_{RF}^S)

$$SR_1^r = SR_0^n \cdot \frac{1 + \Delta p_{RF}^R}{1 + \Delta p_{RF}^S},$$

где SR_0^n – номинальный курс базового периода, выраженный в форме прямой котировки иностранной валюты в единицах отечественной.

Долларовая инфляция в России, связанная с ростом цен на дорогостоящие товары (типа жилья, земельных участков, автомобилей), не исчисляется Госкомстатом РФ, и в связи с законодворчеством о запрете официальным лицам упоминать названия иностранных валют, вряд ли будет публиковаться. Однако о ней можно судить по номинальному курсу доллар–рубль на начало (SR_0^n) и конец периода (SR_1^n), а также по темпу рублевой инфляции в России

$$\Delta p_{RF}^S = \frac{SR_0^n}{SR_1^n} (1 + \Delta p_{RF}^R) - 1.$$

Если в конце 1998 г. номинальный курс доллара составлял 20,65 руб., в конце 2005 г. – 28,78 руб., темп прироста потребительских рублевых цен в России – 348%, то долларовая инфляция в России за этот период равнялась около 220%. С точки зрения концепции паритета покупательной способности следует ожидать, что (в силу отсутствия индекса долларовых цен в материалах Госкомстата) номинальный курс доллар–рубль будет демонстрировать достаточно сильные отклонения от реального, рассчитанного по традиционной методике с применением темпов инфляции в двух странах. Ситуация валютной «аномалии» с курсом доллар–рубль (разрыва номинального и реального курсов) будет держаться, вероятно, до введения полной конвертируемости (как внутренней, так и внешней) российской валюты²³.

Резюме. Колебания ведущих валют, как и любые рыночные цены на зрелых рынках, носят достаточно правильный, циклический характер. На развивающемся российском валютном рынке начинают складываться курсовые циклы. Номинальные курсы валют тяготеют к реальным (равновесным) уровням, однако часто первые отклоняются от вторых, формируя валютные «аномалии», связанные с вмешательствами правительств в рыночные механизмы (как в случае среднесрочной переоценки доллара в первой половине 1980-х годов или рубля в период «валютного коридора» 1990-х годов) или с недостаточной открытостью развивающейся экономики (как в случае разрыва номинального и реального курса российской валюты в начале 2000-х годов).

¹ Под инфляцией традиционно понимают обесценивание денег против товаров и услуг. Темп инфляции принято измерять темпом прироста индекса потребительских цен (*Consumer price index, CPI*).

² ВВП – валовый внутренний продукт страны (г. е. сумма условно-чистой продукции всех отраслей экономики). Официальные интернет-сайты – www.expert.ru, www.cbr.ru, www.imf.org, www.government.us.

³ Реальный обменный курс – это номинальный курс, скорректированный на сравнительную инфляцию в двух или нескольких странах. Он представляет собой одно из выражений «равновесного» курса валюты.

⁴ «Глобальным» рынком называют совокупность «интегрированных» рынков развитых стран, между которыми отсутствуют барьеры на перелив капитала. «Развивающиеся» рынки нельзя отнести к «глобальным», поскольку они «сегментированы» – их окружают барьеры на движение капитала.

⁵ Далее в тексте под «долларом» подразумевается доллар США, под «маркой» – марка ФРГ, под «рублем» – российский рубль, если другое не оговорено специально.

⁶ *Business cycles and unemployment // Samuelson P., Nordhaus W. Economics. New York; London, 1995; Schumpeter J. Business Cycles: A Theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process. Vol. I–II. New York; London, 1939; Иванов С. И. Особенности движения экономического цикла в условиях современного капитализма // Структурные сдвиги и противоречия воспроизводства в условиях государственно-монополистического капитализма. Л., 1984.*

⁷ *Жиров В. И., Котелкин С. В. Внешнеэкономические контракты фирм: валютные доходы и циклы валютных курсов // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5: Экономика. 1992. № 3; Котелкин С. В., Ильина Ю. Б. Колебательные процессы на зрелых и развивающихся финансовых рынках: сравнительный анализ // Научные доклады Центра управленческих и институциональных исследований факультета менеджмента С.-Петерб. гос. ун-та. № 2001-11. СПб., 2001.*

⁸ *Jorion P. On Jump Processes in the Foreign Exchange and Stock Markets // Review of Financial Studies 1, 1988. N 4; Meese R. Currency Fluctuations in the Post-Bretton Woods Era // Journal of Economic Perspectives. 1990. N 4.1.*

⁹ *Котелкин С. В., Кутерин Ю. А., Дмитриева Л. А., Сорока И. В. 1) Особенности динамики российского финансового рынка: опыт междисциплинарного экономическо-физического подхода // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 8: Менеджмент. 2002. Вып. 2; 2) Финансовая динамика и нейросетевой анализ: опыт исследования деловой среды. Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 8: Менеджмент. 2002. Вып. 3.*

¹⁰ В 1998 г. была проведена «деноминация» рубля – 1000 «старых» руб. государство превратило в один «новый» руб. Поэтому 30 «новых» руб. в начале XXI в. эквивалентны 30 тыс. «старых» руб.

¹¹ Forex – от Foreign exchange market (инвалютный рынок).

¹² Далее графики и таблицы построены на базе данных из этого источника, поскольку в нем представлен единый формат показателей для разных стран, что делает их сопоставимыми.

¹³ *Cassel G.* Abnormal deviations in international exchanges // *Economic journal*. 1918. December.

¹⁴ SR – spot rate (обменный курс немедленной поставки валюты).

¹⁵ Концепция паритета покупательной способности используется также для среднесрочного прогнозирования динамики обменных курсов (см., напр.: *Котелкин В. И., Котелкин С. В.* Прогнозирование динамики валютных курсов: базовые подходы // *Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5: Экономика*. 1994. № 2).

¹⁶ *Lothian J., Taylor M.* Real Exchange Rate Behavior: The Recent Float from the Perspective of the Past Two Centuries // *Journal of Political Economy*. 1996. June.

¹⁷ См., напр.: *Гельвановский М. И.* Мировые цены: особенности современной динамики и закономерности изменения соотношений // *Известия АН СССР. Серия экономическая*. 1983. № 3; *Емельянов Ф. И., Фактор Г. Л.* К вопросу о методике расчета реальной динамики мировых цен в современных условиях // Там же.

¹⁸ Инфляция в США в начале 1980-х годов была объявлена Правительством «врагом номер 1», каковым до того являлся Советский Союз как «империя зла».

¹⁹ *Дерманов В. К.* Япония и США: проблемы торговой конкуренции. М., 1985.

²⁰ *Быков П.* Евро. Хитрый шанс // 2003. № 2. 20 янв.; *Симс Т., Барта П.* Падшие с долларом // *Ведомости*. 2003. 22 апр.

²¹ Глагол «фактурировать» происходит от слова «счет-фактура» (*invoice*), в котором отражена цена продаваемого изделия, стоимость сделки, сроки и прочие реквизиты контракта. Счет выставляется продавцом на покупателя и акцептуется последним.

²² Агрегированные показатели доли импорта в ВВП России из системы национальных счетов не выглядят показательными в этом смысле, поскольку многократная недооцененность доллара в 1995–1998 гг. значительно занижала соответствующие показатели. Эта ситуация детально проанализирована в статье: *Расков Н. В.* Экспортный сектор в экономике России: иллюзии и реальность // *Вопросы статистики*. 2005. № 4.

²³ Российские власти в июне 2006 г. продекларировали введение «внешней» конвертируемости рубля с 1 июля 2006 г. Однако фактически дело ограничилось разрешением резидентам открывать рублевые счета за границей. Поскольку этот процесс протекает весьма вяло, то о «полной» конвертируемости российской валюты говорить пока рано.

Статья поступила в редакцию 31 января 2007 г.