

II. Международные аспекты макроэкономической политики — валютный курс, платежный баланс, движение капитала, внешний долг¹

ВАЛЮТНЫЙ КУРС

Политика валютного курса — не просто тактические меры, направленные на достижение баланса между внутренними и мировыми ценами, но может быть и стратегическим маневром занижения валютного курса в течение определенного времени для продвижения на мировые рынки разнообразных товаров обрабатывающей промышленности. Несколько азиатских стран использовали такую курсовую стратегию для стимулирования экспорта изделий высокой степени обработки. Схожим образом чилийский бум 90-х годов был подготовлен ослаблением национальной валюты в конце 80-х — начале 90-х годов.

Стимулирующий конкурентоспособность валютный курс рассматривается сегодня как существенный компонент динамичного роста производства и занятости в развивающихся странах. Он позволяет отечественным фирмам получить выигрыш от быстрого роста международной торговли и привлекает иностранные фирмы, ищущие по всему миру лучшие места для размещения производства... (Такой валютный курс. — В. П.) дает позитивные побочные эффекты для национального технологического развития, позволяет обучаться самым передовым технологиям и лучшим глобальным стандартам маркетинга. Более того, конкурентный валютный курс означает, что побочные эффекты экспортного производства на другие сектора национальной экономики возрастают, так как экспортерам становится выгодно покупать материалы и комплектующие на отечественном рынке. В мире со снижающимися торговыми барьерами отечественные сектора, конкурирующие с импортом, рассматривают конкурентный валютный курс в качестве основного (и, видимо, единственного) средства протекционистской защиты [Spiegel, 2007].

¹ Комментарии к (1) Shari Spiegel. Macroeconomic and Growth Policy. Policy Note; (2) Jayati Ghosh. Macroeconomic and Growth Policies. Background Note.

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

Это как раз то, чего сегодня не хватает России: курс рубля, как минимум с 2001 г., сильно завышен, «голландская болезнь» прогрессирует, рост и диверсификация экономики тормозится. По словам Р.Манделла, валютный курс — самая важная из всех цен в открытой экономике. Он слишком важен, в том числе и для роста, и для структурной модернизации, чтобы полностью оставить его на откуп рынку.

УРОВЕНЬ ВАЛЮТНОГО КУРСА

В последние годы появились работы [Rodrik, 2008; Polterovich, Popov, 2004], доказывающие, что неравновесный валютный курс на определенных стадиях развития может стимулировать экономический рост. С теоретической точки зрения, стимулирующее развитие может оказывать как завышенный курс валюты, так и заниженный — все дело в том, на каком этапе развития находится страна и каково соотношение экспортной и импортной экстерналии [Polterovich, Popov, 2004]. На этапе начальной индустриализации в отсталой стране, не имеющей собственного машиностроения, целесообразно, видимо, завышать курс, чтобы облегчить импорт машин и оборудования даже ценой расширения экспорта ресурсов. Однако по мере становления отечественных обрабатывающих отраслей надо переходить к занижению курса, чтобы обеспечить защиту национальных производителей и стимулы к экспорту в отраслях, созданных (модернизированных) на предыдущем этапе импортозамещения путем импорта оборудования. Не случайно почти все быстрорастущие экономики (Япония, Корея, Китай, Гонконг, Сингапур, Ботсвана) в период бурного экспортно ориентированного роста имели сильно заниженный валютный курс и быстро накапливали валютные резервы (рис. II.1).

Россия импортирует в основном потребительские товары, а не оборудование, так что от ревальвации выиграют главным образом потребители, а не производители. Напротив, девальвация предоставила бы выигрыш всем отраслям, производящим торгуемые товары (tradables²), защитив их от конкуренции дешевого импорта, как это было в 1999 г., после девальвации 1998 г. Конечно, от девальвации выиграли бы и экс-

² Торговый или экспортно-импортный сектор (traded sector) состоит из отраслей, экспортирующих свою продукцию или конкурирующих с импортом. Среди отраслей этого сектора — промышленность и сельское хозяйство, туристические услуги и др. Неторговый сектор (non-traded sector) производит товары и услуги, не являющиеся предметами международной торговли, и, таким образом, не конкурирует с аналогичными заграничными товарами и услугами. Примеры таких отраслей — строительная индустрия, электро-, газо- и водоснабжение, транспорт, розничная и оптовая торговля внутри страны и т. д.

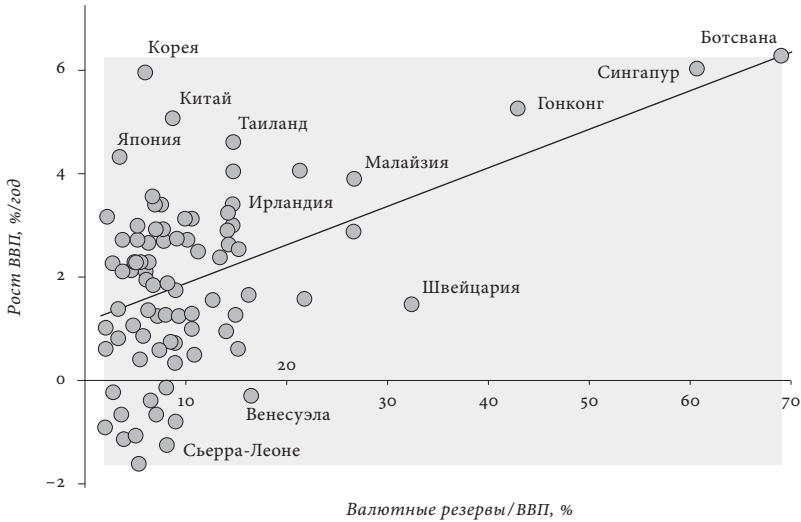


РИС. II.1. Среднегодовые темпы роста ВВП на душу населения и среднее отношение валютных резервов к ВВП в 1960–1999 гг. ИСТОЧНИК: [Polterovich, Попов, 2004].

портеры нефти и газа (которые и так не бедны), но здесь, к счастью, существует отлаженный механизм экспортных пошлин, позволяющий государству изымать у нефтеэкспортеров прибыли, которые оно считает излишними.

Кроме того, для стран, богатых ресурсами, существует опасность «голландской болезни», проявляющейся в том числе и в завышении курса валюты, так что в этих странах центральным банкам надо прилагать специальные усилия даже просто для того, чтобы удержать курс от завышения.

Курс рубля был сильно завышен даже и при высоких ценах на нефть и газ, которые держались до августа 2008 г. Многим экспертам тогда было ясно, что экономика тяжело больна «голландской болезнью», что такой завышенный курс невозможно поддерживать, даже если цены на энергоносители просто перестанут расти, не говоря уже об их падении. Ведь номинальный курс с конца 1998 г. хоть и колебался, но в итоге изменился незначительно, тогда как наши цены в 1999–2008 гг. росли ежегодно в среднем почти на 16% и выросли к концу 2008 г. более чем в 4 раза, а цены в США и зоне евро — на 2–3% ежегодно. Так что реальный курс рубля, то есть отношение наших цен, переведенных в доллары и евро по официальному курсу, к американским и европейским ценам повысился почти в 3 раза (рис. II.2).

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ



РИС. II.2. Валютные резервы (млрд долл., правая логарифмическая шкала) и реальный эффективный валютный курс в России (декабрь 1995 г. = 100%, левая шкала)
ИСТОЧНИК: ЦБР.

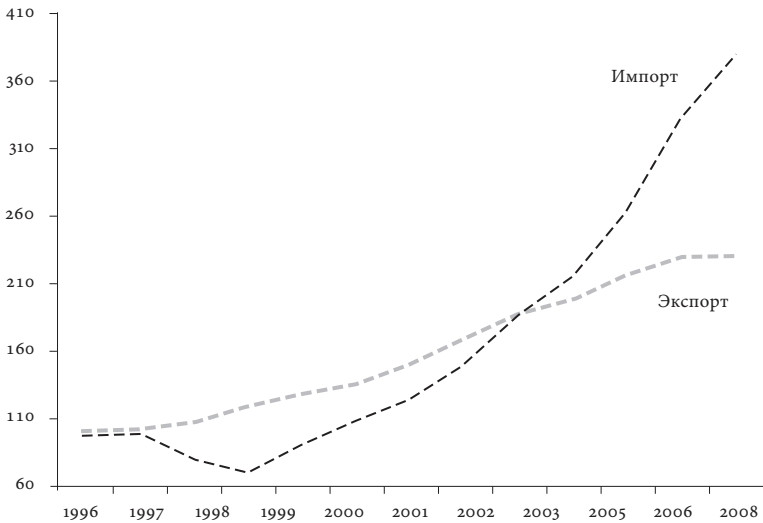


РИС. II.3. Объем экспорта и импорта товаров и услуг в реальном выражении, 1995 г. = 100%
ИСТОЧНИК: Госкомстат.

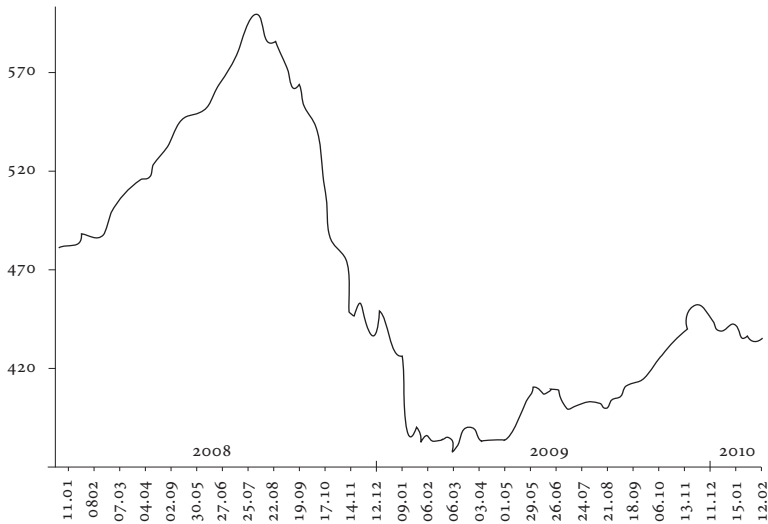


РИС. 11.4. Валютные резервы в 2008–2009 гг. (в млрд долл.)
ИСТОЧНИК: ЦБР.

При таких соотношениях, конечно, отечественные изделия потеряли конкурентоспособность и резко расширился импорт. Стоимостной объем экспорта (за счет высоких и повышающихся цен на энергоносители) рос очень быстро, быстрее импорта, но вот рост физического объема экспорта сильно отставал от роста импорта, который увеличился за 1999–2008 гг. более чем в 5 раз! (рис. 11.3.)

Даже если бы цены на нефть и газ сохранялись на очень высоком уровне, но просто перестали бы расти (не могут же они расти вечно), курс рубля в долгосрочной перспективе удержать было бы невозможно: наша инфляция, нравится нам это или нет, выше, чем на Западе, и поэтому просто для поддержания конкурентоспособности наших товаров нам надо постоянно девальвировать рубль — в среднем именно настолько, насколько наша инфляция выше западной. А если этого не делать, то лыжи рано или поздно разъезжаются — торговый баланс, а за ним и баланс движения капитала оказываются дефицитными, и после более или менее быстрого исчерпания валютных резервов все равно придется девальвировать рубль.

А уж при падении цен на главные статьи нашего экспорта — нефть и газ — и массивном оттоке капитала девальвация, понятно, должна наступить еще быстрее. В ходе кризиса 2008–2009 гг. за семь месяцев — с начала августа 2008 г. по начало марта 2009 г. — резервы сократились

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

более чем на треть, с 598 до 376 млрд долл., но затем стабилизировались на уровне 400 млрд долл. (август 2009 г.) (рис. II.4).

Вопрос об оптимальной величине валютных резервов (в том числе и в Стабилизационном фонде) не имеет однозначного ответа, так как неизвестны будущие цены на нефть и газ (на сколько хватит валютных резервов, чтобы удержать потребление и инвестиции от падения при снижении цен на энергоносители на x процентов в течение y лет). Однако независимо от ответа на вопрос об оптимальной величине резервов ясно, что реальный курс рубля в 1999–2008 гг. чем дальше, тем больше завышался. Накапливая резервы в последние 10 лет, ЦБР препятствовал такому завышению, однако недостаточно.

Надо, однако, отделить вопрос о накоплении резервов от вопроса об уровне курса. Накопление резервов (создающее дополнительный спрос на валюту и таким образом понижающее курс рубля) — не единственный способ добиться занижения валютного курса. Этого можно добиться также и через целевое стимулирование импорта, скажем, машин и оборудования для структурной перестройки, — это фактически и есть промышленная политика, нацеленная на модернизацию.

КОЛЕБАНИЯ РЕАЛЬНОГО КУРСА³

У нас эти колебания огромны, что дезориентирует хозяйственных агентов. Реальный курс — это соотношение внутренних цен и мировых, или, проще, если речь идет о реальном курсе национальной валюты к доллару, — это соотношение внутренних цен в стране, пересчитанных в доллары по номинальному курсу, к американским ценам.

Управление валютными курсами в целях обеспечения роста и стабильности стало одним из главных требований макроэкономической политики. Особенно с тех пор, как либерализация внешней торговли сократила возможности национальных правительств регулировать платежный баланс другими средствами так, чтобы высокий уровень валютного курса не привел к снижению деловой активности и занятости. После торговой либерализации и даже без либерализации потоков капитала завышенный валютный курс скорее всего будет вызывать безработицу, а заниженный — инфляцию...

Режимы фиксированных курсов оказываются слишком негибкими, необходимые изменения валютного курса в этих режимах откладываются, а затем происходят очень резко и сопровождаются кризисами. Полностью же свободно плавающие валютные курсы обычно слишком волатильны (подвержены резким колебаниям) и угнетают долгосрочные инвестиции из-за создаваемой неопределенности... Для развиваю-

³ Этот раздел базируется на книге: [Попов, 2009].

щихся стран промежуточные режимы, такие как управляемое плавание (managed floats) или поэтапное изменение курса через определенные интервалы времени (crawling peg), подходят лучше всего... [Gosh, 2007].

Аргументом в пользу поддержания более низкого курса обычно являются ссылки на стимулирование экспортного сектора. Считается, что его нужно стимулировать не только по чисто внешнеторговым соображениям, но и потому, что сектор торгуемых товаров (traded goods sector) более динамичен по сравнению с секторами неторгуемых товаров (non-traded sectors) и что более высокие темпы технического прогресса распространятся затем на всю экономику. Так, утверждается, что экспансия отраслей, производящих торгуемые товары, с большей вероятностью подстегнет рост, чем экспансия, скажем, строительного сектора...

Все эти варианты, однако, доступны, если только есть возможность ограничить волатильные международные потоки капитала. Когда движение капитала либерализуется, регулировать валютные курсы становится все более сложно...

Например, как свидетельствует опыт притока капитала и последующих кризисов, как только страна «выбрана» инвесторами (финансовыми рынками) как привлекательное место вложения капитала, запускается механизм, который в конце концов чаще всего приводит к кризису. Он работает через воздействие притока капитала на валютный курс следующим образом. Повышение валютного курса стимулирует инвестиции в сектор неторгуемых товаров, в особенности в недвижимость, и в целом во внутренние финансовые активы. В то же самое время повышение валютного курса угнетает инвестиции в сектор торгуемых товаров и потому ведет к относительному падению реальных секторов экономики и даже к деиндустриализации развивающихся стран (кажется, что написано как раз про Россию 1995–1998 гг. и 2000–2008 гг., не правда ли? — В. П.). При разнице в процентных ставках между внутренним и международным рынком капитала и при безопасности международных кредиторов и инвесторов отечественные фирмы интенсивно занимают за границей для инвестиций в недвижимость и в рынок акций...

Один из важных выводов состоит в том, что валютный курс в малых открытых экономиках все еще должен регулироваться, предпочтительно через введение валютного коридора с режимом постепенного изменения (crawling peg), так, чтобы приспосабливаться к меняющимся внутренним и внешним условиям. Другой, связанный с первым вывод — необходимость регулирования потоков капитала, и входящих и исходящих, для предотвращения чрезмерной волатильности и возможных кризисов [Gosh, 2007].

Какую политику должна проводить страна, которая экспортирует в основном сырье, скажем, нефть и газ, мировые цены на которые подвержены сильным колебаниям — сегодня высокие, завтра низкие, послезавтра — снова высокие? Таких стран много, и они накопили кое-какой опыт

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

хорошей и плохой макроэкономической политики. Экономисты обычно говорят о том, как, при какой политике, экономике будет легче пережить внешние шоки. Вариантов такой политики, грубо говоря, четыре.

Первый и самый лучший вариант с точки зрения поддержания стабильных и высоких темпов роста ВВП и потребления: сохраняя неизменными реальный валютный курс, валютные резервы и монетарную политику, сальдировать платежный баланс с помощью притока/оттока капитала. Скажем, если цены на нефть упали и образовался дефицит торгового и платежного баланса, надо занять деньги за границей, чтобы пережить трудные времена. Когда нефтяные цены снова повысятся, долги можно будет выплатить. Деньги могут занимать и бизнес, и государство. Скажем, нефтяные компании при снижении мировых цен на нефть могли бы занять деньги на мировом рынке капитала, так, чтобы не сворачивать производство и не снижать зарплату рабочих, то есть потребление.

Проблема с этим вариантом в том, что занять деньги не всегда можно, особенно когда цены на основной экспортный товар страны/фирмы падают. Больше того, на практике дело обстоит как раз таким образом, что кредитный рейтинг страны прямо связан с условиями торговли: для стран-нефтеэкспортеров чем выше цены на нефть, тем лучше кредитный рейтинг.

Второй вариант — накапливать валютные резервы (скажем, за счет налогов на прибыль сырьевых экспортеров) при благоприятной конъюнктуре на мировом рынке и тратить их, когда наступает «черный день» и цены на нефть падают, сохраняя темпы роста денежной массы неизменными (то есть стерилизуя изменения денежной массы, проистекающие из-за колебаний резервов). Вариант тоже неплохой — с его помощью можно поддерживать стабильность производства и потребления, хотя для этого и надо сначала самим накопить валютные резервы за счет ограничения потребления — так, как делала Россия последние 10 лет, в 1999–2008 гг. Первый вариант, конечно, предпочтительнее — там затраты определяются только процентными платежами, тогда как во втором случае нужны как первоначальные затраты на накопление резервов, так и отказ от высоких процентных платежей на эти накопления (ведь валютные резервы размещаются в самых надежных и потому низкодоходных инструментах). Однако второй вариант реальнее, чем первый: в нашем несовершенном мире, где частный капитал не идет в страны с ухудшающимися условиями торговли, а уходит из этих стран, а международные финансовые институты по своей маломощности не способны компенсировать образующиеся финансовые разрывы, приходится полагаться на собственные валютные резервы.

Третий вариант — не привлекать капитал и не тратить резервы, когда наступает тот самый «черный день», а позволять колебаниям валютного

курса уравнивать платежный баланс. Этот вариант еще более дорогостоящий, он предполагает изменения в реальном секторе экономики и в потреблении. Скажем, упали цены на нефть, образовалась дыра в торговом и платежном балансе, повысился спрос на иностранную валюту, она вздорожала по отношению к национальной (то есть произошла девальвация национальной валюты), экспорт повысился, импорт снизился, и платежный баланс снова в равновесии.

Чтобы такой механизм «переваривания» внешнего шока сработал, девальвация должна быть реальной, то есть должна привести к снижению реального курса национальной валюты. Реальный курс — это соотношение внутренних цен и мировых, или, проще, если речь идет о реальном курсе национальной валюты к доллару, это соотношение внутренних цен в стране, пересчитанных в доллары по номинальному курсу, к американским ценам. Если нефть на мировом рынке подешевела, а страна — экспортер нефти в ответ осуществила реальную девальвацию, то это фактически значит, что все торгуемые товары в стране подорожали по отношению к неторгуемым товарам и к зарплате. Так как было у нас после августа 1998 г.

Далее происходит структурная перестройка — сокращение потребления и перемещение труда и капитала из отраслей, производящих неторгуемые товары, в отрасли, производящие торгуемые. Эта структурная перестройка сопряжена со снижением общего потребления и, возможно, с падением производства и ростом безработицы, по крайней мере в некоторых отраслях, в общем, обходится стране очень дорого. Но главное даже в другом — надо ли проводить такую структурную перестройку всякий раз, когда изменяются нефтяные цены, или же следует руководствоваться более долгосрочными ориентирами при формировании отраслевой структуры хозяйства?

И наконец, четвертый вариант: не поддерживать стабильные темпы роста денежной массы, а при стабильном курсе разрешать колебания валютных резервов отражаться на колебаниях денежной массы (отсутствие стерилизации). Скажем, цены на нефть упали, экспортные доходы снизились, валютные резервы сократились, денежная масса упала, цены на внутреннем рынке тоже, экспорт увеличился, импорт снизился, и платежный баланс снова в равновесии. Это вариант валютного управления (как в прибалтийских странах) оказывается самым затратным с точки зрения динамики производства. Сокращение объемов производства особенно значительно, если падает денежная масса, а не номинальный курс. В дополнение к структурной перестройке здесь происходит еще и общее снижение совокупного спроса и производства. События 1998 г. и 2008 г. развивались именно по этому, самому неблагоприятному сценарию. Снижение денежной массы произошло у нас и в 1997–1998 гг., в преддверии кризиса 1998 г., и во время последнего кризиса 2008–2009 гг. (рис. II.5, II.6).

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

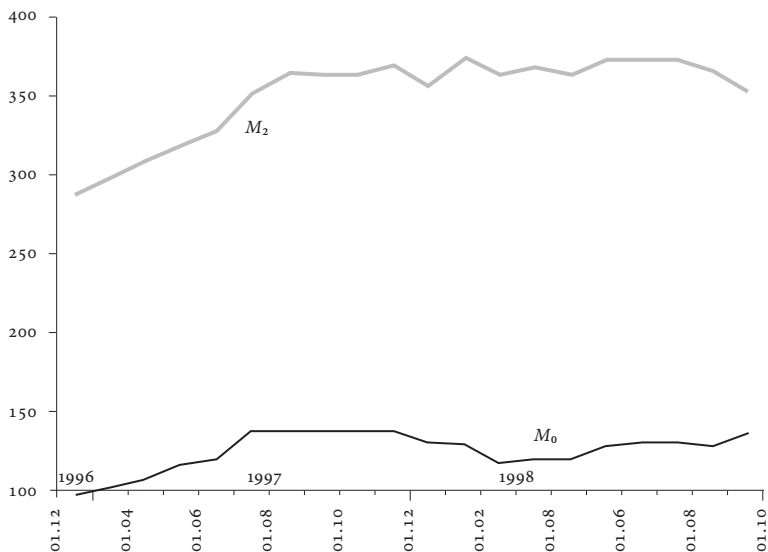


РИС. 11.5. Денежная масса в обращении в преддверии и во время кризиса 1998 г. (в млрд руб.)

ИСТОЧНИК: ЦБР.

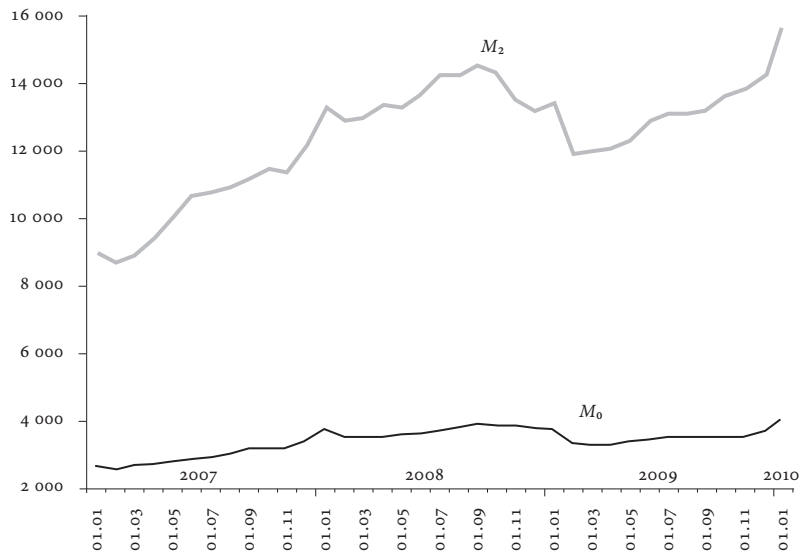


РИС. 11.6. Денежная масса в обращении в преддверии и во время кризиса 2008–2009 гг. (в млрд руб.)

ИСТОЧНИК: ЦБР.



РИС. П.7. Месячный индекс промышленного производства с сезонной корректировкой, 1995 г. = 100%
ИСТОЧНИК: Госкомстат.

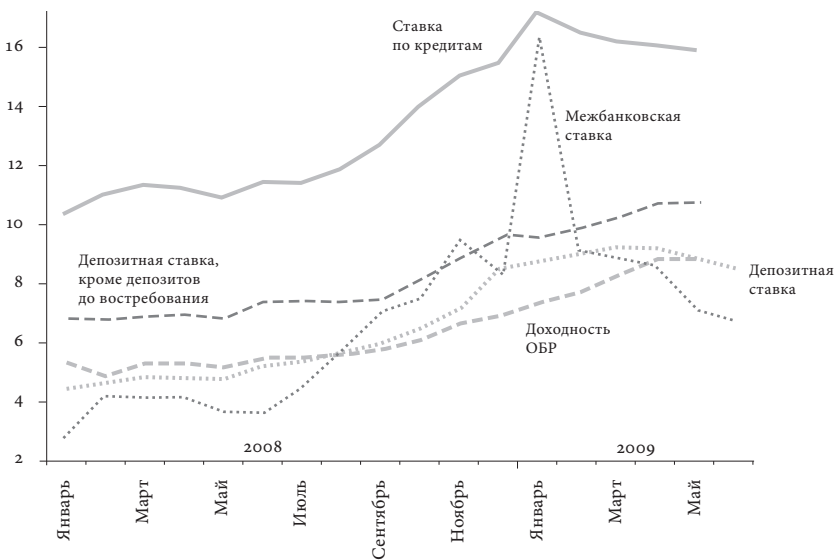


РИС. П.8. Процентные ставки в 2008–2009 гг.
ИСТОЧНИК: ЦБР.

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

В 1998 г. из-за монетарных рестрикций и завышенного курса началось сокращение производства, что называется «на ровном месте» — без мирового кризиса и без падения цен на нефть. Фактически кризис был сфабрикован ужесточением монетарной политики во имя спасения рубля при оттоке капитала. И тогда рубль поддержать все равно не удалось, даже ценой сокращения промышленного производства на 15% с декабря 1997 г. по сентябрь 1998 г. (рис. II.7).

Поддержание курса рубля любой ценой, даже за счет подавления производства, похоже, было главной задачей ЦБ и правительства и в 1998 г., и в 2008 г. Несмотря на то что экономика уже вошла в кризис с конца 1997 г. и с середины 2008 г. соответственно, монетарная политика ужесточалась, чтобы сдержать отток капитала и поддержать курс рубля: темпы роста денежной массы не просто замедлились, но и стали отрицательными (рис. II.5 II.6), а процентные ставки по этой причине возросли (рис. II.8). Собственно говоря, именно из-за ограничения роста денежной массы и повышения процентных ставок экономика и вошла в кризис с июля 2008 г. Производители оказались между молотом и наковальней: с одной стороны, задавленные конкуренцией иностранных товаров из-за завышенного курса рубля, с другой — прижатые монетарными рестрикциями и ростом процентных ставок. Во второй половине 2008 г. Россия была одной из немногих стран в мире, где денежная масса сокращалась, а процентные ставки росли. Поддержание курса национальной валюты оказалось более важным, чем поддержание производства.

Между тем ФРС США, например, столкнувшись с перспективой сокращения денежной массы во второй половине 2008 г., не остановились перед увеличением денежной базы (денежная наличность + резервы комбанков) почти в 2 раза менее, чем за 6 месяцев (с 843 млрд долл. в августе до 1651 млрд долл. в декабре).

События 1998 г. и 2008–2009 гг. похожи на кризис в Аргентине в 1999–2002 гг. Там тоже поддерживали валютный курс (1 песо = 1 доллару) в рамках валютного управления, там тоже был отток капитала, что снизило резервы и денежную массу и должно было привести к снижению цен, так, чтобы экспорт возрос, импорт снизился и платежный баланс снова исправился. Там тоже ждали, пока сработает этот автоматический механизм (отток капитала → сокращение резервов → сокращение денежной массы → повышение процентных ставок и снижение внутренних цен → улучшение торгового баланса и приток капитала). Ждали три года, стиснув зубы, пережили сокращение производства аж на 20% (рис. II.9)...

Не дождалось, механизм так и не сработал: инфляция упала до нуля (рис. II.10), но этого было недостаточно, чтобы восстановить конкурентоспособность аргентинских товаров; процентные ставки выросли, но недостаточно, чтобы остановить отток капитала. Можно было ждать

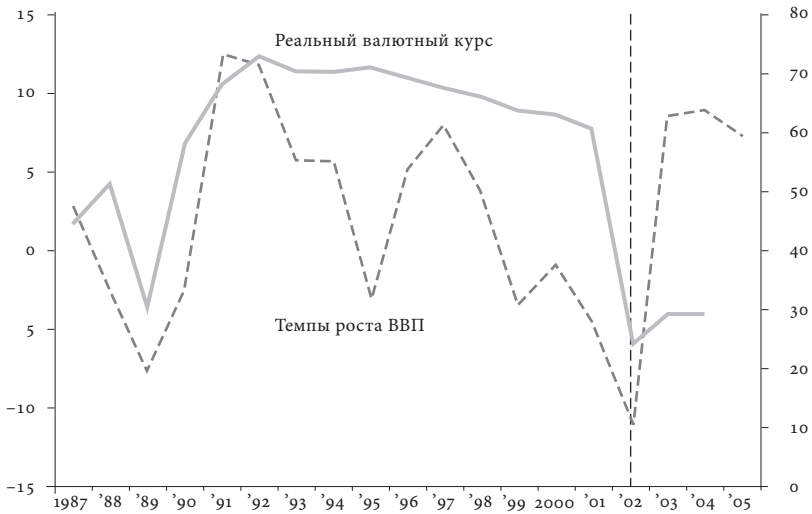


РИС. 11.9. Аргентина — темпы роста ВВП (в %, левая шкала) и реальный валютный курс песо — отношение национальных цен к американским (в %, правая шкала)
 ИСТОЧНИК: World Development Indicators.

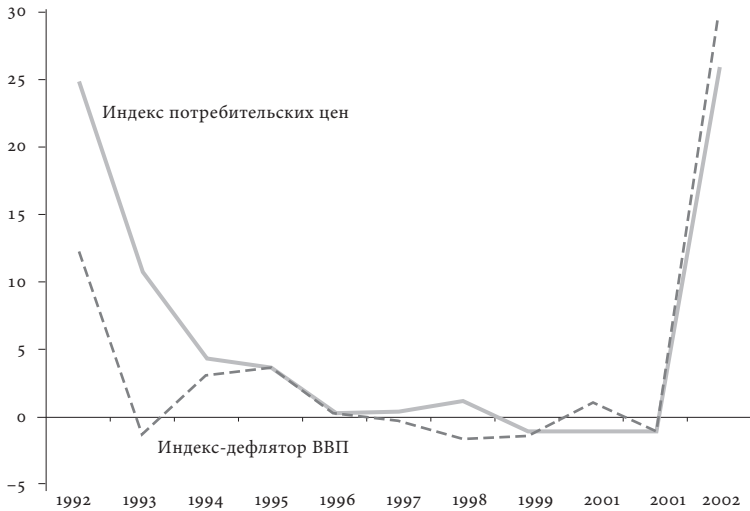


РИС. 11.10. Аргентина — темпы инфляции (в %)
 ИСТОЧНИК: World Development Indicators.

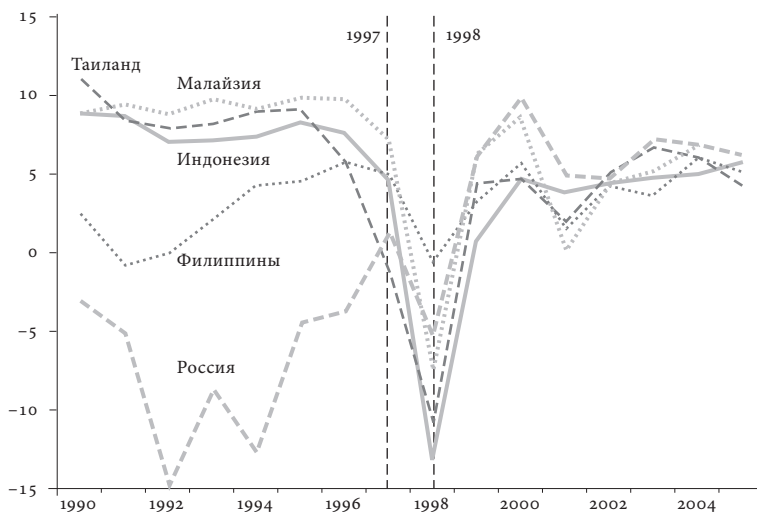


РИС. II.11. Темпы роста ВВП в странах ЮВА и в России во время кризисов 1997 и 1998 гг. (в %)

ИСТОЧНИК: World Development Indicators.

и дальше, но сокращение денежной массы привело не только к снижению цен, но и к 20%-ному падению производства — ждать, пока цены упадут на достаточную для выравнивания платежного баланса величину при продолжающемся падении выпуска уже не было возможности, так что правительство рухнуло вместе с валютным управлением.

Кстати сказать, в отличие от России и Аргентины, где падение производства (до сентября 1998 г. в России и до начала 2002 г. в Аргентине) в основном предшествовало девальвации, в Восточной Азии падение производства произошло уже после девальваций национальных валют (рис. II.11), и это как раз подтверждает правильность сказанного. Ведь диагноз российского и аргентинского кризиса — завышенный валютный курс, симптом — снижение темпов роста экспорта и производства при росте импорта и ухудшении торгового баланса, рецепт лечения — девальвация, после которой начинается рост производства. А диагноз азиатских кризисов 1997 г. — непомерное расширение частной задолженности без завышения курса: пока кредиты и долги расширялись, производство росло, а крах кредитной надстройки подавил производство больше, чем его стимулировала происшедшая тогда же девальвация отнюдь не переоцененных национальных валют [Монтес, Попов, 1999; Попов, 1999а; Попов, 2009].

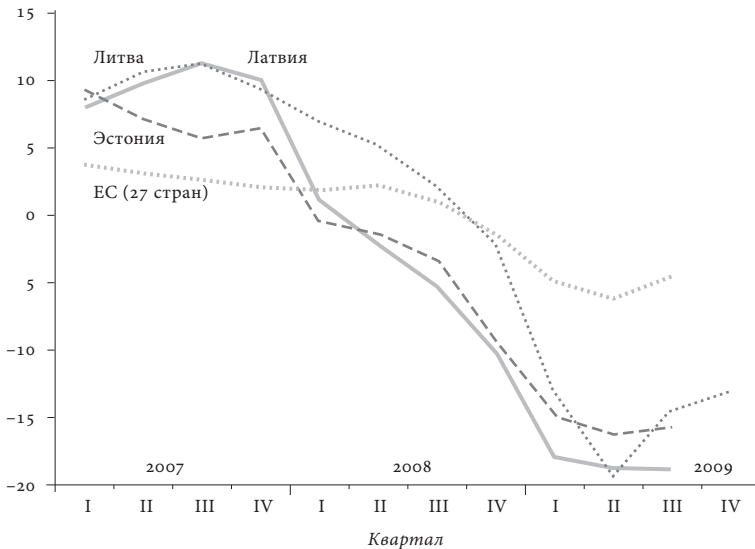


РИС. II.12. Темпы прироста ВВП (квартальные в % к соответствующему кварталу предшествующего года) в республиках Прибалтики в 2007–2009 гг.

ИСТОЧНИК: Eurostat.

Это похоже и на то, что недавно происходило в Латвии, Литве, Эстонии, Болгарии и Боснии, которые практикуют режим валютного управления и поддерживают фиксированный курс валюты к евро. Латвия (формально не имеющая валютного управления, но поддерживающая фиксированный курс лата к СДР с 1994 г. и к евро — с 2004 г.) уже испытала самое резкое сокращение производства — темпы роста ВВП упали с 10% в 2006–2007 гг. до почти минус 20% в начале 2009 г. (рис. II.12). И все потому, что Латвия при дефиците баланса по текущим операциям более 20% в 2006–2007 гг. (рис. II.13) не захотела девальвировать национальную валюту, когда столкнулась с оттоком капитала в 2008 г. Ее резервы сократились 6,6 млрд долл. в мае 2008 г. до 3,4 млрд в ноябре, а денежная масса в обращении в 2008 г. упала на 5% (рис. II.14). В Эстонии и Литве темпы роста ВВП тоже сократились с плюс 5–10% в начале 2007 г. до минус 15–20% во втором квартале 2009 г. (рис. II.12).

Пол Кругман, один из лучших здравствующих экономистов и лауреат Нобелевской премии за 2008 г., в недавней статье в «New York Times» сравнил Латвию с Аргентиной. «Похоже, история повторяется, — написал он, — первый раз как трагедия, второй раз как другая трагедия» [Krugman, 2008].

Последствия разной реакции восточноевропейских стран на отток капитала в 2008–2009 гг. тоже крайне показательны. Те из стран, кото-

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

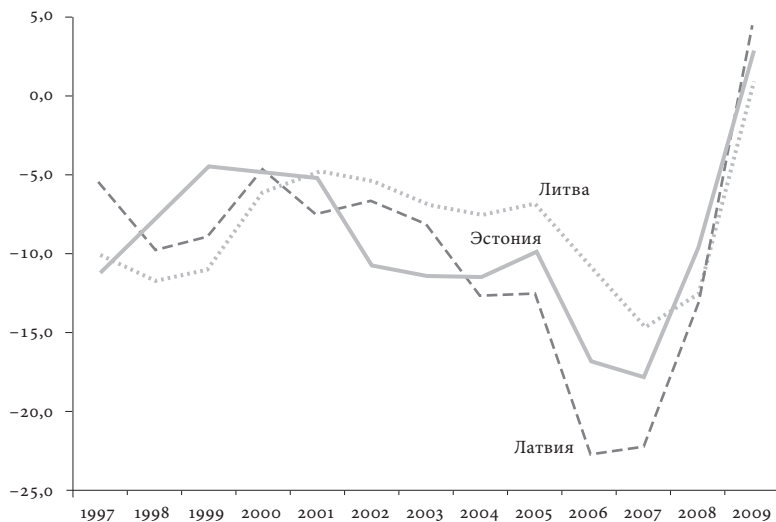


РИС. II.13. Баланс по текущим операциям в республиках Прибалтики (в % к ВВП) в 2000–2008 гг.

ИСТОЧНИК: EBRD Transition Report.

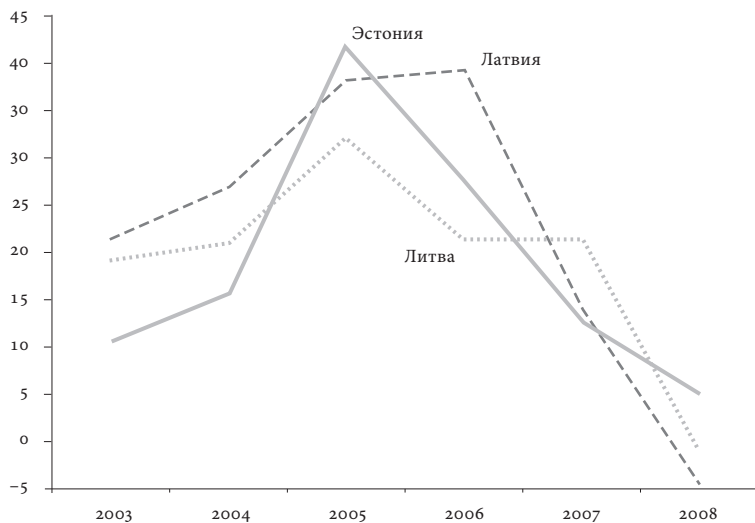


РИС. II.14. Темпы прироста денежной массы (M_2) в республиках Прибалтики (в %)

ИСТОЧНИК: EBRD Transition Report.

рые девальвировали свои валюты, чтобы восстановить равновесие платежного баланса, испытали меньшее падение темпов роста, чем страны, упорно поддерживавшие завышенный курс (прибалтийские республики, Грузия, Армения, Азербайджан — рис. II.15). Общая причина состоит в том, что цены товаров и услуг не столь гибки, как валютный курс — утраченную конкурентоспособность легче восстанавливать снижением курса валюты, а не снижением (замедлением темпов роста) цен. Теоретически описанный выше автоматический механизм (отток капитала → сокращение резервов → сокращение денежной массы → повышение процентных ставок и снижение внутренних цен → улучшение торгового баланса и приток капитала) должен сработать, но на практике он срабатывает медленно, а побочным эффектом оказывается значительное сокращение производства.

В 2008–2009 гг., как свидетельствуют предварительные данные, страны, не девальвировавшие свои валюты и испытавшие из-за этого ужесточение монетарной политики (снижение темпов роста денежной массы), пережили и наибольшее сокращение производства (рис. II.16).

Если исключить страны, пережившие высокую инфляцию (ведь, как говорилось в предыдущей главе, зависимость между инфляцией и ростом при высокой и при низкой инфляции различна), то существует довольно тесная зависимость между замедлением темпов роста денежной массы и темпом роста производства (рис. II.16). Фактически, таким образом, развивающиеся страны, особенно подверженные внешним шокам (и перепадам цен на экспортируемые ресурсы, и связанным и не связанным с этими перепадами колебаниям в притоке-оттоке капитала), должны выбирать между плохим и худшим: либо поддержание фиксированного курса и кризис, либо девальвация и неопределенность, связанная с частым изменением валютного курса.

С точки зрения поглощения внешних шоков, идеальной была бы конструкция, в которой колебания условий торговли вели бы к изменению резервов, но это изменение резервов не приводило бы к изменению денежной массы. Денежная масса должна расти стабильным темпом, который у каждой экономики свой: он складывается из темпов роста самой экономики, темпов инфляции и темпов роста монетизации — отношения денежной массы к ВВП. Поскольку же оптимальные темпы инфляции для разных экономик различны, поддерживать фиксированный номинальный курс валюты более или менее длительное время сложно. Но что можно обеспечить, так это стабильность реального курса при заданных темпах инфляции внутри страны и за рубежом — через подстройку номинального курса. Скажем, если инфляция в России 12%, а в США 3%, то для стабильности реального курса потребуется примерно 9%-ная ежегодная девальвация рубля. Стабильность реального курса,

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ



РИС. II.15. Замедление темпов роста в 2008–2009 гг. в сравнении с 2007 г. и девальвация национальных валют в 2009 г.
ИСТОЧНИК: WDI.

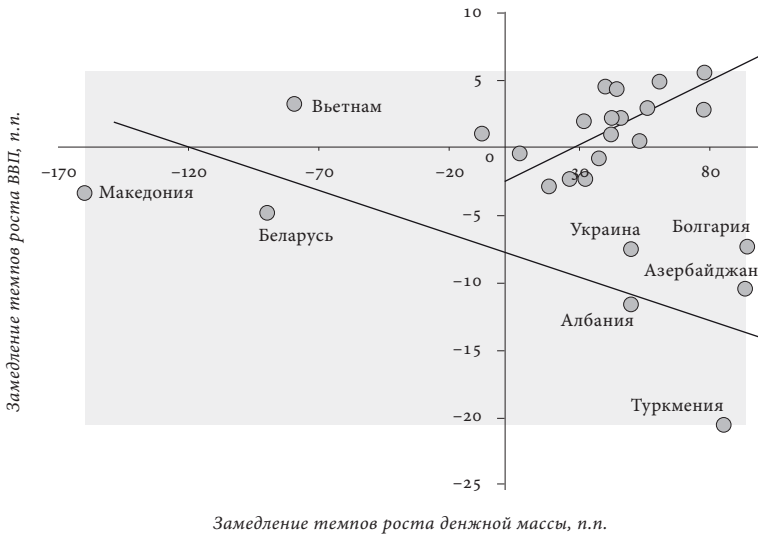


РИС. II.16. Замедление темпов роста денежной массы и ВВП в 1998–1999 гг. в сравнении с 1995–1997 гг.
ИСТОЧНИК: WDI.

таким образом, поддерживалась бы подстройкой номинального курса к разнице в темпах инфляции в двух странах, а ухудшение/улучшение условий внешней торговли погашалось бы изменением валютных резервов при полной стерилизации, то есть при нейтрализации воздействия колебаний резервов на денежную массу. Такие инструменты стерилизации существуют (операции центробанка на открытом рынке, то есть покупка и продажа гособлигаций), и при контроле над движением капитала являются очень эффективными.

Так или иначе, какими бы ни были валютные резервы и стабилизационные фонды, реальный валютный курс должен быть как можно более стабильным. Отвечать на внешние шоки лучше так, чтобы реальный курс валюты оставался более или менее неизменным.

Динамика номинального валютного курса

Поскольку наша инфляция выше, чем в развитых странах, для поддержания стабильного реального курса необходимо постоянно девальвировать номинальный на величину, равную разнице в темпах инфляции у нас и за рубежом.

* * *

Подытоживая, можно сказать, что правильная курсовая политика должна соблюдать несколько заповедей:

1. Реальный курс валюты должен быть не завышенным, а еще лучше — заниженным. Это позволяет избежать «голландской болезни» и стимулирует экспортно ориентированный экономический рост.
2. При любых внешних шоках желательно поддерживать стабильность реального валютного курса. Это означает, что сальдировать неравновесия платежного баланса при внешнеторговых шоках надо с помощью займов и валютных резервов, а не с помощью курса.
3. Если мы хотим избежать резкого снижения потребления, валютные резервы (включая Стабилизационный фонд) должны быть достаточными, чтобы пережить внешние шоки (падение сырьевых цен, отток капитала).
4. Изменение валютных резервов не должно отражаться на денежной массе, которая должна расти трендовым темпом (прирост ВВП, цен и монетизации). Это значит, что ЦБ должен стараться стерилизовать любые изменения денежной массы, вызванные колебаниями резервов из-за внешних шоков.

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

5. Чтобы поддерживать стабильный реальный курс рубля в условиях, когда наша инфляция выше зарубежной, надо постоянно девальвировать номинальный курс (предсказуемым и постоянным темпом, равным разнице между нашей и зарубежной инфляцией).

В нынешних условиях эти заповеди означают буквально следующее: не медленная значительная девальвация рубля и поддержание реального курса на уровне 1999 г. через последующее постоянное и постепенное снижение номинального курса примерно на 10–15% в год.

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА, ВАЛЮТНЫЙ КУРС И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗИСЫ⁴

В 80-е годы ортодоксальное правило предписывало поддержание постоянных темпов роста денежной массы. Потом стало ясно, что функция спроса на деньги нестабильна и труднопредсказуема, особенно в развивающихся странах, и правило монетарной политики вышло из моды. Многие развивающиеся страны выбрали путь таргетирования валютного курса, считая его простым и прозрачным показателем. Но валютные кризисы середины и конца 90-х годов вызвали переход к плавающим курсам, и сегодня таргетирование инфляции является предпочтительным правилом монетарной политики [Spiegel, 2007].

КАКИМИ БЫВАЮТ ВАЛЮТНЫЕ КРИЗИСЫ

Валютные кризисы так же стары, как и сами валюты. Они происходили даже тогда, когда еще не существовали центральные банки, а в качестве главного платежного средства обращались банкноты, выпускавшиеся негосударственными банками. Валютный кризис разражается тогда, когда происходит резкое падение стоимости национальной денежной единицы в результате потери доверия со стороны держателей — фирм и населения. В мире, где существуют другие денежные единицы (валюты), резкое падение обменного курса и истощение валютных резервов являются верными признаками кризиса.

Для целей настоящего изложения валютные кризисы⁵ удобно разделить на три типа: самый простой, собственно валютный кризис, или

⁴ Этот раздел базируется на книге: [Монтес, Попов, 1999] и статье: [Попов, 1999a].

⁵ Под валютным кризисом в литературе обычно понимается резкое падение курса национальной валюты (25–30% и более за несколько месяцев) и такое же резкое сокращение валютных резервов.

кризис платежного баланса; кризис внешней государственной задолженности (финансовый), ведущий к валютному; кризис внешней задолженности частных заемщиков (банковский), тоже могущий вылиться в валютный при определенных условиях. Такая классификация во многом основана на подходе П. Кругмана, на работы которого далее делаются ссылки.

Первый тип кризиса — собственно валютный — кризис платежного баланса из-за несоответствия целей макроэкономической политики. Он может произойти даже и без международного движения капиталов, без кредиторов, заемщиков и банков. Единственное условие такого кризиса — фиксация курса валюты центральным банком (ЦБ) или «грязное плавание» на уровне, противоречащем другим целям монетарной политики. Если, скажем, расширение денежной массы в данной стране идет быстрее, чем в других, спрос на валюту будет превышать ее предложение (так как цены в данной стране будут повышаться в сравнении с мировыми, что сделает невыгодным экспорт и выгодным импорт). Возможности поддержания фиксированного курса в такой ситуации определяются только величиной валютных резервов ЦБ. (Обычно их хватает на несколько месяцев финансирования импорта и на несколько дней финансирования оттока капитала.)

Создание и хранение валютных резервов, конечно же, сопряжено с издержками. Средства, расходуемые центральными банками на приобретение золота и иностранной валюты, могли бы, как правило, принести более высокий процентный доход при инвестировании на внутреннем рынке, и могли быть использованы для финансирования внутренних инвестиций. Вот почему валютные резервы, как правило, не превышают величины, эквивалентной нескольким месяцам стоимости импорта и нескольким дням вывоза капитала.

При повышательном давлении на валюту центральный банк может защищать обменный курс, покупая иностранную валюту за национальную, то есть накапливая резервы. Пределы для такой политики ставятся, с одной стороны, возможными инфляционными последствиями: при прочих равных условиях (в отсутствие стерилизации роста денежной массы, происходящего из-за покупки валюты) закупка резервов центральным банком (ЦБ) осуществляется за счет выпуска новых денег в обращение, что ведет к росту цен. Если же ЦБ стерилизует увеличение денежной массы, проистекающее из закупок валюты, то есть одновременно продает государственные облигации на ту же сумму, то возникает опасность порочного круга: продажа гособлигаций ведет к повышению национальных процентных ставок, что, в свою очередь, вызывает

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

приток капитала из-за границы, ведущий к новому увеличению резервов, к необходимости новой стерилизации и т. д.⁶

С другой стороны, резкое понижение/повышение курса валюты тоже сопряжено с издержками: изменение условий торговли может вызвать спад производства и инфляцию (смещение кривой предложения влево-вверх); а изменение стоимости финансовых активов, номинированных в иностранной валюте, чревато неспособностью заемщиков оплатить кредиты, что может привести к долговому и банковскому кризисам.

Способность поддерживать валютный курс на неизменном уровне зависит от того, насколько другие ориентиры макроэкономической политики совместимы или не совместимы с поддержанием фиксированного обменного курса. Такой тип валютного кризиса был описан П. Кругманом [Krugman, 1979] как кризис платежного баланса; впоследствии он назвал его «канонической моделью валютного кризиса», в рамках которой кризис происходит из-за фундаментального несоответствия между направлениями экономической политики — в типичном случае между монетизацией бюджетного дефицита и попыткой сохранить фиксированный курс» [Krugman, 1997].

В модели Кругмана [Krugman, 1979] спекулянты, обладая информацией о падении валютных резервов, занимают в национальной валюте и тут же переводят средства в иностранную, надеясь, что к моменту возвращения кредитов национальная валюта подешевеет (девальвация), и, таким образом, можно будет получить прибыль на разнице курса в момент получения и возвращения займов. Ясно, что такие спекулятивные операции только ускоряют девальвацию.

Важно, однако, отметить, что кризис платежного баланса может произойти и без бюджетных дефицитов: если темпы роста цен в данной стране выше, чем в странах — торговых партнерах (не важно, по какой причине — из-за инфляции издержек или же из-за мягкой монетарной политики), условия торговли и платежный баланс по текущим операциям ухудшаются, что раньше или позже должно привести к подрыву валютного курса.

Именно такой незамысловатый кризис платежного баланса произошел и в России в августе 1998 г.: переоцененный с конца 1995 г. — вскоре после введения валютного коридора — рубль подорвал, в конце концов, конкурентоспособность экспорта (с 1997 г. его рост прекратился) и ухудшил баланс текущих операций (он стал отрицательным в первой поло-

⁶ Вдобавок если правительство имеет внутренний долг, то его финансирование обходится дороже из-за роста национальных процентных ставок, что может вызвать рост бюджетных дефицитов, финансирование которых ведет к новому росту процентных ставок и т. д.

вине 1998 г.), что привело к оттоку капитала в ожидании девальвации. Валютные резервы, бывшие и до кризиса не такими уж значительными (15 млрд долл. в начале 1998 г.), стали снижаться, 4-миллиардный кредит МВФ, выданный в июле и целиком пошедший на пополнение резервов, был почти полностью израсходован за 3 недели, и вынужденная девальвация, наконец, была осуществлена 17 августа с большим опозданием.

Этот чисто валютный кризис должен был бы и остаться таковым, если бы реакция правительства и ЦБ была адекватной (только девальвация). Власти, однако, перестарались, объявив дефолт по краткосрочным (а далее — и по долгосрочным) обязательствам и мораторий на обслуживание банковских обязательств, хотя ни долговой, ни банковский кризис в немедленной перспективе не вырисовывались. В итоге после дефолта и моратория разразились и долговой, и банковский кризисы — об этом подробнее дальше.

Второй тип валютного кризиса происходит из-за чрезмерного накопления госдолга, когда у инвесторов возникают сомнения в способности или желании правительства бесперебойно обслуживать свою задолженность. Это валютный кризис, вызванный ростом внешней задолженности государства. Неожиданная потеря доверия к заемщикам со стороны кредиторов вызывает стремление кредиторов вывести свои неожиданно ставшие более рискованными вложения досрочно, что, в свою очередь, равносильно атаке на валюту и может привести к истощению резервов и валютному кризису.

Если долг деноминирован в валюте, как мексиканские Tesobonos в 1994 г., связь с валютным кризисом очевидна: отток капитала в ожидании дефолта (и/или девальвации) ведет к истощению резервов и к материализации призрака девальвации. Если же обязательства правительства деноминированы в национальной валюте, то инвесторы, беспокоясь о финансировании дефицитов за счет печатного станка (что, в конце концов, ведет к инфляции и девальвации), переводят свои вложения из национальной валюты в иностранную, ускоряя тем самым девальвацию. И мексиканский песо, и валюты других латиноамериканских стран в 1994–1995 гг. и раньше — во время долгового кризиса начала 80-х годов, даже если они и не были переоценены, были подорваны в основном благодаря действию этого долгового механизма.

При этом решающую роль играет не столько сама абсолютная (или даже относительная — в % к ВВП) величина госдолга, сколько перспективы его снижения/повышения, или, точнее даже сказать, господствующие среди инвесторов представления о его снижении/повышении. Если политическая ситуация такова, что жесткая бюджетная и кредитно-денежная политика, могущая привести к замедлению экономического ро-

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

ста и повышению безработицы, малопопулярна, у инвесторов будут основания ожидать инфляционного финансирования дефицитов и обесценения госдолга, номинированного в национальной валюте.

По мнению уже упоминавшегося П. Кругмана, валютные кризисы, протекающие из-за накопления госдолга, описываются «так называемыми моделями второго поколения» [Krugman, 1997]. Эти модели основаны на сопоставлении выгод и издержек отказа от твердого курса: как только инвесторы убеждаются в том, что выгоды от девальвации для правительства (в виде обесценивания долга, деноминированного в национальной валюте) перевешивают издержки (рост цен, повышение стоимости обслуживания инвалютного долга), они атакуют валюту, вызывая кризис.

Валютный кризис, вызванный разбуханием внешнего долга частных фирм и банков, может произойти, даже когда с государственной задолженностью все в порядке. С этим, *третьим типом валютного кризиса* столкнулись многие азиатские страны в 1997–1998 гг.; экономисты, как это часто бывает, оказались не вполне готовы к объяснению происшедшего, так что модели «второго поколения» пришлось снова менять.

По словам того же П. Кругмана, валютные кризисы в Азии «были лишь частью более широкого финансового кризиса, который имел мало общего с чисто валютными или даже с чисто монетарными проблемами», но, скорее, был связан с проблемами, которые обычно игнорируются при анализе валютного кризиса: роль финансовых посредников (и психологический риск — *moral hazard*, возникающий, когда эти посредники плохо регулируются) и цен на реальные активы, такие как капитал и земля. Азиатские потрясения, таким образом, вызваны не бюджетными дефицитами, как в моделях «первого поколения», и не макроэкономическими соблазнами, как в моделях «второго поколения». Они вызваны разбуханием и последующим коллапсом цен всех активов, причем собственно валютные кризисы были, скорее, симптомами болезни, а не ее причинами [Krugman, 1998].

Важнейшим условием превращения внутривалютного банковского кризиса или любого другого кризиса частной задолженности в валютный кризис является либерализация движения капитала в страну и особенно из страны, или иначе, высокая степень конвертируемости валюты по капитальным операциям. Эта проблема известна под названием «двойная либерализация» [Kaminsky, Reinhart, 1996], под которой понимается снятие ограничений, с одной стороны, на деятельность национальных финансовых институтов, а с другой — на конвертируемость валюты по капитальным операциям, то есть на обмен национальных денежных знаков на инвалюту, не связанный с торговыми сделками.

При слабости национальной банковской системы и набегах вкладчиков на банки у последних возникает желание перевести свои сбережения в валютные финансовые инструменты из-за недоверия к национальным [Montes, 1998], даже если никаких проблем с обслуживанием внешнего долга (между национальными заемщиками и международными кредиторами) не возникает. При отсутствии ограничений на вывоз капитала финансовые активы, номинированные в национальной валюте, будут переводиться в иностранные валюты, так что внутринациональный банковский кризис неизбежно приведет к валютному.

Напротив, если существует контроль за движением капитала, национальный кредитный/банковский кризис не должен с необходимостью привести к валютному. В Восточной Азии Китай представляет собой наилучший пример страны, в которой слабая банковская система сочетается с контролем над движением капитала, что, как часто утверждается, позволило Китаю остаться в стороне от восточноазиатских валютных потрясений. Накануне валютных кризисов в Восточной Азии, по имеющимся оценкам, от 40 до 50% всех активов китайских банков были проблематичными. Однако ни валютные резервы Китая, ни обменный курс юаня не упали во время валютных кризисов в других странах в 1997–1998 гг., так как Китай жестко контролировал движение капитала — юань до сих пор не является конвертируемой валютой не только по капитальным, но даже и по текущим операциям.

Утечка капитала из Китая, по имеющимся косвенным оценкам, и ранее была значительна, а в 1998 г. еще более возросла. В 1998 г., несмотря на то, что месячный актив торгового баланса приближался к 4 млрд долл., а месячный приток иностранных инвестиций доходил до 3 млрд долл., валютные резервы Китая не увеличивались, что заставляло оценивать утечку капитала в 60 млрд долл. в годовом исчислении⁷. Если бы не контроль над переводом денег за границу, Китай, видимо, мог бы столкнуться и с более серьезными проблемами — истощением валютных резервов, могущим поставить под угрозу стабильность юаня.

До азиатских кризисов так называемая доктрина Лоусона (по имени британского министра финансов Н. Лоусона) основывалась на предпосылке, что государство должно заботиться только о «своих собственных» fundamentals (бюджетном дефиците и госдолге), тогда как дефицит по балансу текущих операций и задолженность, возникающая из-за деятельности частного сектора, должны регулироваться исключительно рыночными механизмами [Montes, 1998]. Однако эта предпосылка — что стоимость риска частных займов и кредитов будет интернизироваться (internalize), то есть включаться в цену, оказалась неверной. Так, па-

⁷ Financial Post. 1998. 29 September. P. 3.

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

радоксальным образом спрэд по долговым обязательствам Таиланда и других восточноазиатских стран и кредитам первоклассным заемщикам продолжал снижаться, а кредитный рейтинг этих стран продолжал повышаться вплоть до самого дня начала кризиса.

В итоге долговой кризис частного сектора (приведший, в конце концов, к валютному кризису) разразился в азиатских странах с практически безупречными fundamentals: высокая норма сбережений, сильный экономический рост, заниженные, а не переоцененные курсы валют, низкая инфляция, почти полное отсутствие бюджетных дефицитов и умеренная государственная задолженность. Отток капитала и валютный кризис произошли именно из-за недоверия инвесторов к чрезмерной задолженности частного сектора — банков в Таиланде, конгломератов в Индонезии, чеболей в Корее и т. д.

Получается, таким образом, что, во-первых, надежды на самоограничение и саморегулирование частного сектора не всегда обоснованны, а во-вторых, что от правительства, независимо от существующих формальных обязательств, таких как гарантии по частным депозитам, все равно ожидают помощи национальной кредитно-финансовой системе в случае кризиса. Национальные власти, следовательно, хотя бы этого или нет, рассматриваются публикой (рынком) как кредиторы последней инстанции и фактически выполняют эту роль в случае необходимости. И в Восточной Азии, особенно в Таиланде, Индонезии и Корее, и в России национальные правительства столкнулись во время кризиса с повсеместными требованиями поддержать национальные банковские системы и в конце концов были вынуждены это сделать.

Практически наиболее важной схемой взаимодействия различных типов валютных кризисов в последние годы было переплетение кризисов, вызванных накоплением внешней задолженности частного сектора, и кризисов, обусловленных ростом внутренней задолженности этого же частного сектора, в частности, кризисов, проистекающих из слабости национальной банковской системы. Иначе говоря, непомерная долговая нагрузка на частный сектор — банки и корпорации, даже если эти долги и были номинированы в национальной валюте, становилась дополнительным фактором уязвимости национальной валюты наряду с рисками, порождаемыми внешней, валютной задолженностью.

Этот механизм взаимодействия лучше всего описывается в терминах «двойной либерализации», которая, как уже отмечалось, имеет ключевое значение для понимания азиатских валютных кризисов. Исследование 71 кризиса платежного баланса и 25 банковских кризисов в период с 1970 по 1995 г. [Kaminsky, Reinhart, 1996] показало, что в 70-е годы (1970–1979) из 25 кризисов платежного баланса только 3 сопровождалась банковскими кризисами, тогда как в период 1980–1995 гг. почти каждый второй кри-

зис платежного баланса совпадал с кризисом в банковской сфере (22 из 46). По мнению авторов исследования, финансовая либерализация, осуществленная в основном после 1980 г., во многом объясняет, почему этот период бума внешнего кредитования частного сектора заканчивался не только валютным, но и банковским кризисом, и почему банковские кризисы, даже если они возникали по чисто внутренним причинам, сопровождались крахом валют. Так, расширение внутреннего кредитования в странах Латинской Америки (Чили, Аргентина, Уругвай) перед кризисами 1981–1982 гг. и в Скандинавских странах (Норвегия, Швеция, Финляндия) перед кризисами 1987–1992 гг., как и в случае со странами Юго-Восточной Азии, шло рука об руку с увеличением притока иностранных инвестиций.

Должен ли повышаться валютный курс в развивающихся и переходных экономиках?

В соответствии с одним из распространенных подходов, в развивающихся и переходных экономиках, в отличие от зрелых рыночных экономик западных стран, могут наблюдаться продолжительные периоды повышения реального курса валюты, то есть более быстрый в сравнении с темпами обесценения национальной валюты рост цен. На практике тенденция к повышению реального курса валюты служит основанием для беспокойства в любой стране, особенно в развивающейся, так как подрывает международную конкурентоспособность экспорта и вытесняет отечественные продукты с национального рынка, замещая их импортными. При определенных условиях повышение реального курса валюты может привести к валютному кризису.

Для развивающихся стран такое повышение объясняется так называемым эффектом Балассы — Самуэльсона: производительность в секторе неторгуемых товаров (*non-tradables*), как правило, не сильно отличается от уровня развитых стран (в учебнике часто приводится в пример парикмахер, обстригающий за день одинаковое количество голов, будь то в Америке или в Африке); в секторе же торгуемых товаров (*tradables*) производительность сильно отстает; а рынок труда един, так что зарплата низка и в том и в другом секторе, и, следовательно, издержки и цены в *non-tradables* будут ниже в сравнении с Америкой. А если производительность труда в торговом секторе растет быстрее, чем в неторговом секторе, и если уровень зарплаты между секторами нивелируется, так что рост реальной зарплаты отстает от роста производительности, то возникает возможность для повышения реального курса без подрыва прибылей фирм. В торговом секторе падение прибылей из-за повышения реального курса компенсируется их увеличением из-за отставания реальной зарплаты от роста производительности труда [Balassa, 1964].

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

ТАБЛИЦА II.1. Отношение фактического валютного курса национальных валют в долларах США к паритету покупательной способности в 1993 г., % (цифры в скобках — для 1996 г.)

Страны/регионы	Отношение, %	Страны/регионы	Отношение, %
ОЭСР*	116	Переходные экономики*	81
Германия	126 (133)	Центральная Европа*	54
Япония	165 (158)	Болгария	30 (25)
США	100 (100)	Хорватия	65 (94)
Португалия	73 (77)	Чехия	36 (48)
Развивающиеся страны*	44	Венгрия	62 (63)
Азия *	36	Польша	48 (59)
Индия	24 (23)	Румыния	31 (34)
Индонезия	30 (33)	Словакия	37 (47)
Корея	72 (81)	Словения	69 (78)
Малайзия	(44)	СССР*	91
Филиппины	35 (34)	Армения	(20)
Таиланд	43 (45)	Азербайджан	(32)
Турция	54 (48)	Беларусь	8 (30)
Латинская Америка*	46	Эстония	29 (64)
Аргентина	(90)	Грузия**	(29)
Бразилия	(70)	Казахстан	(39)
Чили	(43)	Киргизия	(19)
Мексика	58 (45)	Латвия	27 (50)
Перу	(56)	Литва	19 (47)
Венесуэла	(36)	Молдова	14 (28)
Ближний Восток*	83	Россия	26 (70)
Кувейт	(67)	Таджикистан	(3)
Саудовская Аравия	(68)	Туркмения	(45)
Объединенные Арабские Эмираты	(100)	Украина	19 (39)
Африка*	37	Узбекистан	(22)
Эфиопия	(20)	Китай	22 (20)
Мозамбик	(17)	Монголия	(21)
Нигерия	36 (90)	Вьетнам	(20)

* 1990; ** 1995.

ИСТОЧНИК: Программа международных сопоставлений ООН (Российский статистический ежегодник 1997. М.: Госкомстат, 1997. С. 698; Финансовые известия. 1995. 10 ноября.) World Development Indicators 1998. World Bank, 1998; Transition Report Update 1997. EBRD, London, 1997.

Есть еще и эффект Бхагвати—Крейвиса—Липси: даже при одинаковой эффективности в tradables и non-tradables, если только производство non-tradables (услуги) более трудоемко, стоить они будут меньше, так как труд дешев.

При сравнении стран, находящихся на разных уровнях развития, эффект просматривается довольно четко (табл. II.1), правда не только для неторгуемых товаров, но и для торгуемых (рис. II.17)⁸. Однако при сравнении динамики отношения внутренних и международных цен во времени эффект не просматривается даже на протяжении довольно длительных периодов — нескольких десятилетий. Как видно из рис. II.18, даже в самых быстрорастущих развивающихся странах относительные национальные цены в 1975–1999 гг. не повышались, а даже снижались.

Видимо, это связано с тем, что эффект Балассы—Самуэльсона действует медленно и затмевается другими факторами. Ведь если в развивающейся стране производительность труда в секторе торгуемых товаров растет на 2–3 процентных пункта (п.п.) в год быстрее, чем в развитых странах, то и повышение реального курса валюты должно составить не более 2–3 п.п. в год. Колебания же цен на ресурсы (в разы) или притока-оттока капитала представляют собой гораздо более значимый фактор для динамики платежного баланса и реального курса валюты, так что именно эти факторы, а не эффект Балассы—Самуэльсона определяют динамику относительных цен.

Кроме того, для переходных экономик объяснение повышения реального курса валюты эффектом Балассы—Самуэльсона вряд ли подходит, так как неэкспортный сектор (представленный в основном сферой услуг) был недоразвит до перехода к рынку, в плановой экономике, и потому во время перехода рос быстрее, чем другие сектора, в том числе и за счет повышения производительности труда⁹.

⁸ Более низкие цены на товары, являющиеся предметами международной торговли, в развивающихся странах объясняются обычно тем, что в стоимость торгуемых товаров входит большая торговая наценка: сектор торговли по природе своей относится к non-tradables, а труд в секторе торговли в развивающихся странах дешев, так что наценка оказывается ниже, чем в развитых.

⁹ Так, в плановых экономиках доля торговли, банковской сферы, страхования, других финансовых отраслей была намного ниже, чем в рыночных экономиках. При переходе к рынку эти отрасли стали расти ускоренными темпами. В России, например, добавленная стоимость, созданная в торговле и кредитно-финансовой сфере, выросла на 57% в 1991–1994 гг., в то время как ВВП сократился на 35% (Финансовые известия. 1995. 29 сентября, данные совместного доклада Госкомстата и Всемирного банка, впоследствии признанные официальными).

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

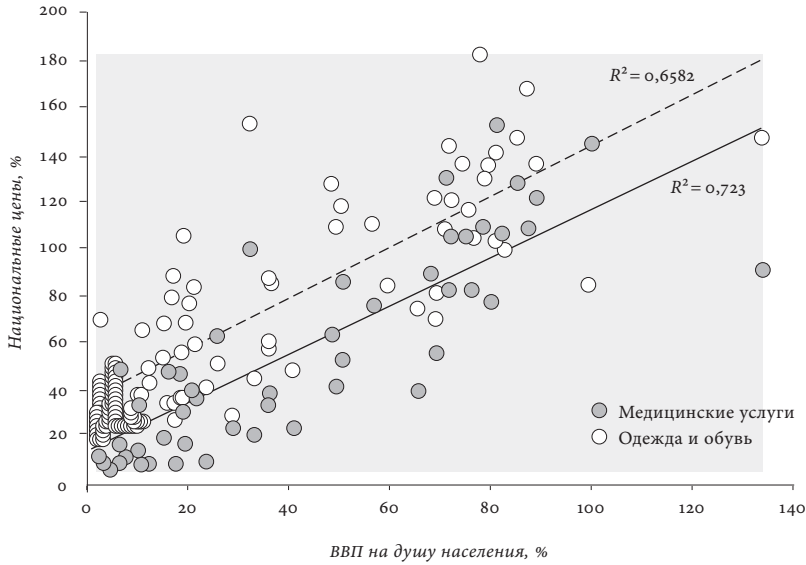


РИС. II.17. Национальные (внутренние) цены и ВВП на душу населения по ППС (в % к уровню США)
ИСТОЧНИК: WDI.

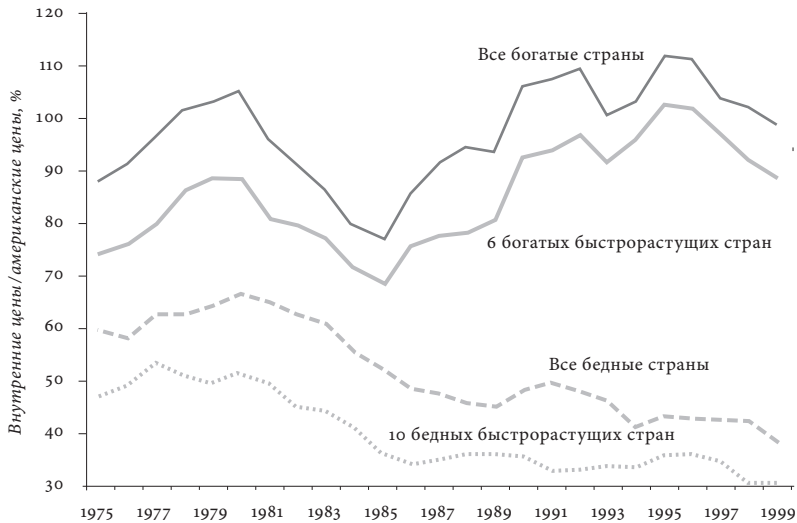


РИС. II.18. Отношение внутренних цен к американским (отношение фактического валютного курса к ППС)
ИСТОЧНИК: WDI.

Альтернативное объяснение для переходных экономик было предложено Ч. Выплошем, К. Графе и Л. Хэлперном. По их мнению, повышение реального курса, наблюдавшееся во многих переходных экономиках, может объясняться не только эффектом пережестота (*overshooting*), то есть изначальным искусственным занижением курса при введении конвертируемости, но также и природой самого переходного процесса. Снижение нормы накопления (доли инвестиций в ВВП) во время перехода к рынку позволяет экономике обходиться меньшим объемом сбережений и выдержать увеличение потребления за счет повышения реального курса валюты [Grafe, Wyplosz, 1997]. Утверждается также, что повышение реального курса в переходных экономиках закончится только с завершением самого перехода (который может потребовать «многих десятилетий») и что попытки противодействовать повышению курса не только безнадежны, но и ведут к спекулятивному притоку капитала и соответствующему увеличению резервов. Если воздействие роста резервов на денежную массу не стерилизуется, неизбежно ускорение инфляции; при стерилизации раскручивается порочная спираль: рост процентных ставок — новый приток капитала и новое увеличение резервов — новая стерилизация и т. д. Еще опаснее ориентация на поддержание паритета покупательной способности (ППС): номинальные девальвации в этом случае ведут к опасному циклу инфляции и обесценения валюты [Halpern, Wyplosz, 1997].

Такое объяснение необходимости повышения реального курса базируется на действительном эффекте, наблюдаемом в переходных экономиках, — снижении прежде непомерно высокой доли инвестиций в ВВП без ощутимых последствий для темпов роста, так как сокращение объема инвестиций должно компенсироваться повышением капиталотдачи благодаря более высокой эффективности накопления в рыночной экономике в сравнении с плановой [Шмелев, Попов, 1989].

Почти во всех бывших социалистических экономиках доля инвестиций в ВВП сначала упала, а затем если возросла во время подъема, то не вернулась к предреформенному уровню [Роров, 1998а]. Действие этого эффекта, однако, не может быть продолжительным, так как процесс снижения доли инвестиций в ВВП уже в основном подошел к концу. Соответственно, и резервы повышения реального курса в переходных экономиках, определявшиеся ранее первоначальным занижением курса и возможностью роста потребления за счет снижения инвестиций, к середине 90-х годов, после повышения реального курса в большинстве стран в первой половине 90-х годов, в основном оказались исчерпанными.

Надо сказать, что тенденция к повышению реального валютного курса часто встречает противодействие в развивающихся странах, особен-

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

но в Восточной Азии, где экспортно ориентированный рост является основой правительственной экономической стратегии и продолжается вот уже несколько десятилетий. Страны, которые накануне кризиса вызвали повышенный интерес иностранных инвесторов, такие как Таиланд, Малайзия и Индонезия, старались всеми силами избежать повышения валютного курса. Вот, например, описание экономической политики Таиланда, заимствованное из работы М. Монтеса [Montes, 1998, р. 20–21]: «В области макроэкономической политики можно охарактеризовать усилия таиландских властей как упорное арьергардное сопротивление последствиям огромного притока портфельных инвестиций, привлекаемых возможностями принять участие в перспективных проектах экономического развития. Можно было бы предположить, что из-за значительных масштабов притока капитала произойдет повышение реального курса валюты, ослабляющее экспортный сектор, однако замечательным образом Таиланд сумел удержать реальный курс бата практически на уровне 1990 г. [Bond, 1997, р. 8] при низких темпах инфляции. Хотя, как и в других странах, операции центрального банка можно наблюдать только по косвенным признакам, ясно, что этот успех таиландских властей базировался на их решимости „идти против течения“ и противодействовать обстоятельствам. Во-первых, государство обеспечивало превышение доходов над расходами, чтобы нейтрализовать разрастание совокупного спроса, вызываемое притоком капитала. Во-вторых, необходимо было проводить крупные стерилизационные операции... для того, чтобы предотвратить повышение реального курса бата. Предложения девальвировать бат раньше, до кризиса, эквивалентны рекомендациям еще более активной стерилизации — продаже долговых обязательств правительства центральным банком публике».

Теоретические построения, объясняющие возможность повышения реального валютного курса в развивающихся и переходных экономиках, — естественный отправной пункт для анализа валютных кризисов. Факты о динамике валютных курсов тем не менее заметно расходятся с теоретическими предсказаниями. В азиатских экономиках накануне кризиса 1997 г. практически вообще не было повышения реального курса. В переходных экономиках, за исключением Словении, реальный обменный курс после дерегулирования цен в начале 90-х годов значительно, порой в несколько раз, повысился, однако к середине десятилетия это повышение сильно замедлилось, а во многих странах — вообще приостановилось.

Больше того, начиная с 1996 г. многие переходные экономики (в хроно-логическом порядке — Болгария, Румыния, Беларусь, Украина, Россия, Киргизия, Грузия, Казахстан) пережили валютные кризисы, причем обесценение их валют (на 25–65% в течение нескольких месяцев

оказалось не менее значительным, чем в Восточной Азии в 1997–1998 гг. (за исключением Индонезии, где курс рупии упал на 80%) и в Мексике в 1994–1995 гг. В Болгарии и России падение курса было более значительным (почти на $\frac{2}{3}$), а в Беларуси — даже более сильным, чем в Индонезии.

Фактически именно повышение реального валютного курса в переходных экономиках стало главной причиной валютных кризисов. В отличие от стран Латинской Америки, правительства посткоммунистических стран в основном не были обременены чрезмерной внешней задолженностью; в отличие от стран Восточной Азии, банки и предприятия бывших соцстран практически не имели внешних долгов¹⁰. Как видно из табл. II.2, только в четырех переходных экономиках отношение внешней задолженности к ВВП в 1996 г. превышало 60% (Болгария, Венгрия, Вьетнам, Монголия), но даже в этих странах платежи по обслуживанию долга не превышали 20% от стоимости экспорта товаров и услуг (Болгария — 20,5%). Между тем в главных латиноамериканских странах это соотношение составляло 30–40%, а в крупнейших государствах Южной и Юго-Восточной Азии — 25–40%. Точно так же и краткосрочная внешняя задолженность переходных экономик была отнюдь не велика по международным стандартам — валютные резервы в большинстве случаев с лихвой покрывали краткосрочные международные обязательства (табл. II.2).

Многие развивающиеся страны, в основном азиатские, сознательно занижают валютный курс через ускорение накопления валютных резервов в рамках общей стратегии экспортно ориентированного роста. Искусственная заниженность курса позволяет стимулировать экспорт, производство и сбережения через ограничение импорта и потребления.

Такой была стратегия Японии, Кореи, Тайваня и Сингапура несколько десятилетий назад, когда они еще были «бедными» и догоняли развитые страны; такова в последние десятилетия стратегия государств Юго-Восточной Азии, которые поддерживают валютный курс на уровне 20–40% ППС (Китай — ниже всех, всего 20% ППС)¹¹. В 1996 г. только на Китай (включая Гонконг и Тайвань), Сингапур, Малайзию и Таиланд приходилось 20% ми-

¹⁰ Большинство соцстран были весьма осмотрительны в своей макроэкономической политике и старались удерживать внешнюю задолженность на низком уровне; предприятиям и банкам брать кредиты за рубежом практически запрещалось. Кроме того, в начале переходного периода часть задолженности Польши была списана, а все бывшие советские республики, кроме России, не унаследовали от СССР никакой задолженности.

¹¹ Схожие аргументы приводятся в отношении стран Восточной Европы на основе анализа опыта Западной Германии, поддерживавшей заниженный курс в 50-е годы [Holscher, 1997].

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

ТАБЛИЦА II.2. Внешняя государственная задолженность и международные резервы в переходных и развивающихся экономиках в 1996 г. (в %)

Страны	Внешний долг/ ВВП	Платежи по обслуживанию долга/ экспорт товаров и услуг	Краткосрочные обязательства/ общий внешний долг	Валютные резервы/ВВП	Валютные резервы/краткосрочные внешние обязательства
ПЕРЕХОДНЫЕ ЭКОНОМИКИ					
Албания	32	3,5	7	12,5	536
Армения	27	10,7	0,3	11,6	14 265
Азербайджан	10	1,3	3,6	5,8	1 606
Беларусь	21	2	9,5	2,4	122
Босния	53	—	—	—	—
Болгария	89	20,5	9,2	9	111
Китай	17	8,7	19,7	13,7	409
Хорватия	24	5,5	10	12,8	533
Чехия	42	8,3	29,6	23,8	192
Эстония	9	1,3	26,4	14,7	619
Грузия	26	—	4,7	—	—
Венгрия	62	41,0	12,5	21,9	283
Казахстан	14	9,9	7,6	9,4	888
Киргизия	37	9,2	1,1	298,1	73 248
Латвия	9	2,3	9,4	14,8	1 755
Литва	16	2,9	12,2	10,8	554
Молдова	39	6,2	3,2	17,4	1 394
Монголия	65	9,7	1,3	16,6	1 960
Польша	31	6,4	0,2	13,4	21 612
Румыния	23	12,6	9,8	8,9	393
Россия	25	9,6	9,5	3,7	155
Словакия	41	11,9	38,3	20,5	131
Словения	21	8,7	1,4	12,4	4 210
Таджикистан	24	0,1	1,9	—	—
Туркмения	18	10,6	34,8	—	—
Украина	18	6,1	4,8	4,5	519
Узбекистан	9	8,1	3,9	—	—
Вьетнам	123	3,5	14,5	5,7	32
ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА					
Аргентина	31	44,2	13	6,7	166
Бразилия	26	41,1	19,8	8,0	155
Чили	48	32,3	25,5	20,9	171
Мексика	44	35,4	19,1	5,8	69
Перу	43	35,4	22,1	18,0	190
Венесуэла	51	16,8	8,2	23,8	569
АЗИЯ					
Индия	22	24,1	7,5	7,0	424
Индонезия	64	36,8	25	8,6	54
Малайзия	52	8,2	27,8	28,1	194
Пакистан	39	27,4	9,4	2,0	55
Филиппины	51	13,7	19,3	14,0	142
Таиланд	56	11,5	41,4	20,9	90

ИСТОЧНИК: WDI, 1998.

ровых валютных резервов, а отношение валютных резервов к ВВП в этих странах превышает 20% против 8% в среднем в мире [World Bank, 1997].

Урок валютных кризисов в переходных экономиках, таким образом, довольно очевиден: использование валютного курса только для борьбы с инфляцией чревато чрезмерным ростом реального курса и валютным крахом. В наборе средств макроэкономической политики есть более тонкие инструменты, позволяющие сдерживать инфляцию без повышения реального курса: рестриктивная монетарная политика в сочетании с заниженным курсом, наподобие той, которая проводилась в 90-е годы в Чили и в странах Юго-Восточной Азии [Montes, 1998a; Griffith-Jones, 1995], гораздо более подходит для реальностей переходной экономики. Она не только позволяет предотвратить завышение стоимости валюты и тем самым избежать валютного кризиса, но и стимулирует экспорт и производство. Вдобавок из всех форм поддержки отечественного производителя (субсидии, протекционистские пошлины, государственные закупки и т. д.) политика заниженности валютного курса имеет то несомненное преимущество, что она неизбирательна, то есть благоприятствует всем без исключения производителям, экспортирующим продукцию или конкурирующим с импортом, а не только тем, которые обладают большей лоббирующей силой. В условиях переходных экономик это преимущество имеет далеко не последнее значение¹².

Издержки такой политики — возможная необходимость стерилизации увеличения денежной массы, проистекающего из-за роста валютных резервов, и как следствие более высокие процентные ставки внутри страны в сравнении с мировыми, вряд ли сравнимы с разрушительными последствиями валютных кризисов. Приток же краткосрочного капитала, возникающий из-за завышенности национальных процентных ставок, можно регулировать через налог на краткосрочные вложения нерезидентов (налог Тобина) или схожие механизмы.

Таким образом, существуют две главные группы причин заниженности курса в сравнении с ППС в относительно менее развитых странах: 1) объективные факторы, такие как эффект Балассы — Самуэльсона, нагрузка на платежный баланс в виде утечки капитала и платежей по обслуживанию долга, требующая актива в торговле для финансирования дефицита по этим статьям, и т. д.; 2) сознательная политика властей, направленная на занижение валютного курса, чтобы использовать его как инструмент экспортно ориентированного роста¹³.

¹² По словам В. Г. Курьерова, в российских условиях девальвация хороша тем, что «ее нельзя украсть».

¹³ Многие развивающиеся страны (страны ЮВА накануне кризиса) и переходные экономики (страны Центральной Европы и Прибалтики) имели де-

Если сформулированные выводы одинаково применены к развивающимся и переходным экономикам, значит, устойчивый рост и макроэкономическая стабильность лучше всего обеспечиваются поддержанием такого уровня валютного курса, который существенно ниже ППС. Это также означает, что длительное повышение реального валютного курса — опасная стратегия, чреватая раньше или позже валютным кризисом.

Все вышеперечисленные факторы имеют прямое отношение и к переходным экономикам, так что возможности повышения реального курса в них ограничены, что и было еще раз доказано валютными кризисами. Если переходные экономики и обладают какой-то спецификой в том, что касается динамики валютного курса, то она состоит в использовании курса для целей макроэкономической стабилизации сразу после дерегулирования цен [Bofinger, Flassbeck, Hoffmann, 1997]¹⁴. Такая стабилизация была впервые осуществлена в Польше в 1990 г., затем во многих других странах Восточной Европы и Прибалтики и, наконец, в России и некоторых других странах СНГ. В большинстве стран такой механизм стабилизации оказался на первых порах успешным, хотя до сих пор нет твердых доказательств того, что другой тип стабилизации — основанной на ориентирах монетарной политики и успешно примененной в Албании, Македонии, Словении и Хорватии — в чем-то уступает стабилизации, основанной на фиксации номинального курса [Zettermeyer, Citrin, 1995].

Впоследствии, однако, после того как инфляция была побеждена, многие страны «впали в грех» завышенности валютного курса, так как подавление инфляции было достигнуто ценой роста реальной стоимости валю-

фицит торгового баланса и баланса по текущим операциям, покрывавшийся массивным импортом капитала. Приток капитала, особенно в форме прямых инвестиций, конечно, желателен, так что способность привлечь иностранные инвестиции, несомненно, является преимуществом этих стран. С теоретической точки зрения, однако, такой приток не может продолжаться бесконечно. С практической точки зрения приток капитала чреват либо повышением курса, либо инфляцией, что подрывает возможности экономического роста. Политику стран ЮВА в отношении притоков капитала непосредственно перед кризисом — стерилизация увеличения денежной массы, проистекающего из-за роста резервов, и противодействие повышению реального курса, видимо, надо признать безупречной.

¹⁴ Различают стабилизацию, основанную на валютном курсе (exchange rate based stabilization), и монетарную стабилизацию (money based stabilization). Первая предполагает привязку курса национальной валюты к какой-либо твердой валюте и использование курса в качестве номинального якоря для сведения на нет инфляции. Вторая использует для подавления инфляции установление ориентиров роста денежной массы. Классическая программа шокоотерапии рекомендует стабилизацию, основанную на фиксации валютного курса [Sachs, 1994; 1995; Aslund, 1994].

ты. Страны Центральной Европы сумели вовремя провести девальвации «сверху», поборов тенденции к повышению реального валютного курса, однако в Болгарии и Румынии, а потом и в некоторых странах СНГ, «зациклившихся» на использовании курса для борьбы с инфляцией и не считавших возможным использовать курс для других целей, результатом такой чересчур ортодоксальной политики стали валютные кризисы.

В Латинской Америке, кстати сказать, было множество прецедентов чрезмерного увлечения стабилизацией, основанной на фиксации валютного курса: твердый номинальный курс поддерживался слишком долго, что привело к таким же диспропорциям, как и во многих странах Восточной Европы и бывшего СССР. Другой пример: Мексика перед кризисом 1994 г., где, по некоторым оценкам, власти «перестарались» в том, что касается снижения инфляции [Griffith-Jones, 1997]. Если бы мексиканские власти готовы бы были принять умеренную инфляцию в сочетании с постепенным понижением номинального курса, бум кредитования, который, в конце концов, и привел к валютному кризису, не был бы столь масштабным.

Несовместимость целей макроэкономической политики в переходных экономиках была предметом обсуждения еще до того, как в них разразились валютные кризисы. Подчеркивалось, например, что «основополагающие и широко распространенные диспропорции в валютных режимах многих посткоммунистических стран вызваны в основном попытками одновременного таргетирования трех несовместимых показателей: 1) денежной массы в обращении, рост которой должен быть ограничен, чтобы контролировать инфляцию; 2) реальных процентных ставок, которые должны быть положительными и достаточно высокими, чтобы стимулировать сбережения и также препятствовать инфляции; 3) реального валютного курса, повышение которого должно сдерживаться, чтобы не допустить ослабления конкурентоспособности отечественных товаров. Однако чем-то необходимо поступиться: в открытой экономике со свободным движением товаров и капитала национальные власти не могут независимо устанавливать более одного из этих показателей» [Nutti, 1996].

Тем не менее, как уже отмечалось, практически все переходные экономики испытали существенное повышение реального валютного курса в период трансформации. Инфляция в этих странах была выше, чем в других, а центральные банки этих стран не снижали номинальные валютные курсы достаточно быстро для того, чтобы компенсировать разрыв в темпах инфляции. В итоге пострадала конкурентоспособность экспортеров и ухудшился баланс по текущим операциям, что заставило центральные банки поддерживать более высокие процентные ставки (чтобы привлечь новые иностранные инвестиции, закрывающие брешь в платежном балансе), в то время как для стимулирования роста требовалось как раз прямо противоположное. Во время и после российского

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

кризиса даже в тех странах, которым удалось избежать валютных потрясений, повышение реального валютного курса стало предметом беспокойства для творцов экономической политики.

В переходных экономиках, перешедших на режим валютного управления — *currency board* — первыми (Эстония — с июня 1992 г. и Литва — с октября 1994 г.), внутренние цены продолжали повышаться, несмотря на стабильность номинального курса, являющегося неперенным условием такого режима¹⁵.

Происходившее из-за этого повышение реального валютного курса сопровождалось увеличением дефицита баланса по текущим операциям до более 10% ВВП в 1998 г., погашаемого притоком капитала, от которого почти целиком зависели внутренние инвестиции. Хотя валюты обеих стран устояли и во время азиатских кризисов 1997–1998 гг., и во время российского кризиса 1998 г., темпы их экономического роста упали в 1999 г. примерно в 2 раза в сравнении с 1997 г. — более резко, чем в других переходных экономиках.

ВАЛЮТНЫЙ КРИЗИС В РОССИИ 1998 г.

Из всех восьми валютных кризисов в переходных экономиках российский был, пожалуй, наиболее впечатляющим. И не только из-за важности страны и масштабов обесценения рубля, но и потому, что провалилась трехлетняя программа стабилизации, основанная на введении валютного коридора в 1995 г. и вначале казавшаяся вполне успешной.

Буквально в течение нескольких дней рубль, остававшийся стабильным предшествующие три года, потерял более 60% своей стоимости (рис. II.19); цены, повышавшиеся менее чем на 1% в месяц накануне кризиса, за два месяца после кризиса подскочили почти на 50% (рис. II.20); ВВП после скромного роста на 0,6% в 1997 г. (впервые с 1989 г.) упал на 5% в 1998 г.

Программа макроэкономической стабилизации 1995–1998 гг. зиждлась на введении валютного коридора и использовании твердого курса рубля как номинального якоря для подавления инфляции. Средством достижения поставленных целей должно было стать ограничение дефицита бюджета и расширения денежной массы, причем на обоих направлениях правительство и ЦБР не отступали от своих обещаний долгие три года. В условиях стремительного падения доходов бюджета правительство

¹⁵ Валютное управление, в отличие от центрального банка, не может покупать и держать государственные облигации и кредитовать коммерческие банки. Выпускаемые в обращение деньги поступают в оборот только через закупку валюты, так что масса денег в обращении всегда равна золотовалютным резервам.

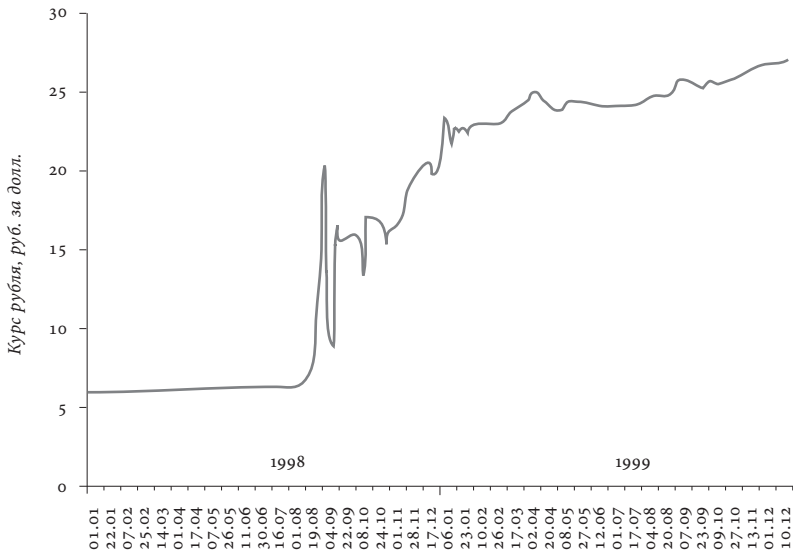


РИС. 11.19. Курс рубля до и после валютного кризиса августа 1998 г.
ИСТОЧНИК: ЦБР.

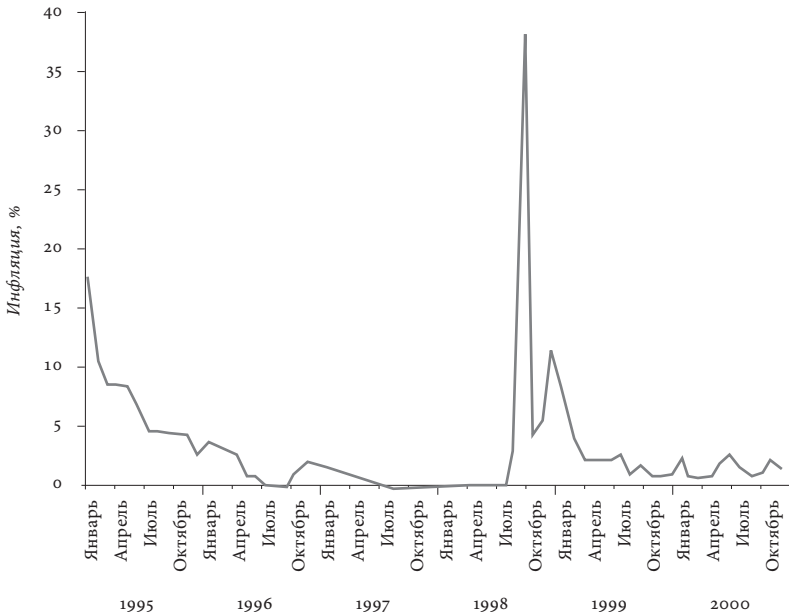


РИС. 11.20. Месячные темпы инфляции в 1995–2000 гг.
ИСТОЧНИК: Госкомстат.

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

сумело резко снизить расходы, так что бюджетный дефицит удерживался под контролем; создание же рынка ГКО, с другой стороны, позволило финансировать дефицит через займы у банков (в конечном счете — у населения), то есть без увеличения денежной эмиссии. В итоге инфляция снизилась с 6% в месяц в середине 1995 г., накануне введения валютного коридора, до 6% в год в середине 1998 г., непосредственно перед кризисом.

Слабым местом программы было, однако, отсутствие готовности девальвировать рубль ускоренными темпами (быстрее роста цен) после того, как инфляция была сведена на нет, то есть перейти от стабилизации, основанной на фиксации валютного курса, к монетарной стабилизации, основанной на низком курсе рубля и рестриктивной денежной политике. После повышения реального курса рубля до уровня, поднявшего соотношение российских и американских цен до более 70% (против 40% в 1994 г.), завышенный курс рубля стал подрывать экспорт: темпы его роста снизились с 20% в 1995 г. до 8% в 1996 г., а в 1997 г. экспорт даже сократился — впервые с 1992 г.

В 1996–1998 гг. Россия явно была заражена «голландской болезнью»: даже экспорт самых конкурентоспособных товаров — нефти и металлов, стал малоприбыльным, не говоря уже об экспорте готовых изделий, так что прибыльным оставался, по существу, только экспорт газа. В этот период Россия и Украина имели самый завышенный курс валюты в срав-

ТАБЛИЦА II.3. Отношение курса доллара в национальных валютах к паритету покупательной способности в переходных экономиках (разброс месячных значений)

Страна	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Первая половина 1998
Словения	0,9–1,4	1,0–1,7	1,4–1,6	1,4–1,6	1,3–1,6	1,1–1,3	1,3–1,3	1,4–1,5	1,4–1,5
Венгрия	1,9–2,4	1,9–2,0	1,7–1,8	1,6–1,8	1,6–1,8	1,5–1,6	1,7–1,8	1,6–1,8	1,7–1,7
Польша	2,1–3,9	1,6–1,9	1,8–2,0	1,8–2,0	2,1–2,3	1,8–2,0	1,8–1,8	1,8–2,1	1,9–1,9
Чехия	2,5–3,8	3,5–3,1	2,7–3,1	2,5–2,6	2,2–2,5	2,0–2,2	1,9–2,0	2,0–2,3	2,0–2,3
Словакия	2,9–3,9	3,0–3,6	2,9–3,0	2,6–2,8	2,4–2,7	2,1–2,3	2,1–2,2	2,3–2,4	2,3–2,6
Литва	—	—	—	—	2,4–3,2	1,8–2,3	1,7–1,8	1,5–1,6	—
Румыния	1,8–2,6	1,6–5,0	2,8–4,2	2,2–3,1	2,1–2,6	2,1–2,5	2,4–2,6	2,0–3,3	1,8–2,0
Болгария	3,3–5,1	2,9–10,9	3,0–4,7	2,3–2,8	2,3–3,1	1,8–2,2	1,9–2,8	1,7–3,2	1,5–1,8
Украина	—	—	—	—	—	1,8–2,5	1,3–1,7	1,3–1,4	—
Россия	—	33,0–131,0	10,2–45,7	2,5–8,0	2,4–2,8	1,4–2,4	1,4–1,5	1,4–1,5	1,4–1,5

ИСТОЧНИК: PlanEcon.

нении с паритетом покупательной силы (ППС) из всех переходных экономик (табл. II.3): только Словения, самая высокоразвитая из бывших соцстран, где производство постоянно росло с 1993 г. и к 1998 г. превысило предкризисный уровень, позволяла себе роскошь поддерживать столь же высокий валютный курс [Роров, 1996а; 1996b; 1998b, 1998с].

Падение мировых цен на нефть в 1997–1998 гг. только ускорило развитие событий: снижение экспорта ускорилось в первой половине 1998 г., что в сочетании с продолжавшимся ростом импорта¹⁶ практически ликвидировало актив в торговле, достигавший в лучшие времена, в 1996 г., более 20 млрд долл. (рис. II.21). В результате в 1997 г. актив по балансу текущих операций сократился, а затем (в первой половине 1998 г.) этот баланс и вовсе стал отрицательным (рис. II.22).

Принимая во внимание необходимость выплаты долга и утечку капитала (часть которой фиксируется в статье «ошибки и пропуски» платежного баланса ([см.: Смородинская, 1998] — рис. II.22), нетрудно было предвидеть, что дефицит по балансу текущих операций — прямая дорога к истощению резервов и валютному кризису.

Даже и без отлива капитала, таким образом, рубль раньше или позже был бы девальвирован из-за неумолимо надвигавшегося кризиса платежного баланса. Однако отток капитала из акций российских компаний и из правительственных ГКО, хоть и не был главной причиной кризиса, конечно, ускорил его развертывание. Инвестиции нерезидентов в ГКО (включая «серые» вложения — через российских посредников) достигли, по имеющимся оценкам, почти $\frac{1}{3}$ всего 60-миллиардного (в долларах) рынка гособлигаций и в начале 1998 г. превысили величину валютных резервов¹⁷. Точно такая же картина наблюдалась, между прочим, и в Мексике, где вложения иностранцев в Tesobonos с июня 1994 г. (то есть, как и в российском случае, за полгода до кризиса) стали превышать величину резервов [Griffith-Jones, 1997].

Иностранные инвесторы стали также выводить свои инвестиции с российского рынка акций, капитализация которого в высшей точке, осенью 1997 г., превышала 100 млрд долл. С октября 1997 г. и до кризиса в августе 1998 г. акции российских предприятий упали в 10 раз — до самого низкого уровня с 1994 г. (рис. II.23).

Реакция ЦБР и правительства и МВФ была явно неадекватной — поддержание курса рубля любой ценой через повышение процентных ставок и иностранные займы. Ставка рефинансирования была поднята

¹⁶ Из-за структуры российского импорта (в нем преобладают потребительские товары, машины и оборудование) он оказывается особенно чувствителен к динамике реального валютного курса [Desai, 1997].

¹⁷ Economist. 1998. May 23.

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ



РИС. II.21. Экспорт и импорт России, месячные данные
ИСТОЧНИК: WDI.



РИС. II.22. Главные статьи платежного баланса России в 1993–1998 гг.
ИСТОЧНИК: WDI.

до 150% в мае 1998 г. (при инфляции менее 10% в год), чтобы предотвратить отток капитала, происходивший со скоростью 0,5 млрд долл. в неделю при том, что золотовалютные резервы едва достигали 15 млрд долл. Политика высоких процентных ставок и расширения займов за рубежом для поддержания искусственно завышенного курса рубля не только вела в пропасть валютного кризиса, но и вредила экономическому восстановлению, так как объективно была нацелена на поддержание потребления и неподъемных для страны размеров импорта за счет подавления производства и экспорта. Независимо от субъективных намерений и целей такая политика фактически препятствовала экспортно ориентированной структурной перестройке и заставляла страну жить взаимно, не по средствам. Закономерным итогом такой политики российского правительства и ЦБР, поддерживаемой международными финансовыми институтами, стал августовский валютный кризис, наступивший после того, как первый 4-миллиардный транш кредитного пакета в более чем 20 млрд долл., целиком пошедший на пополнение резервов ЦБР, был израсходован всего за 4 недели.

Многие экономисты [Илларионов, 1998; Роров, 1996а; 1996б; 1998б; 1996с; Попов, 1997; Шмелев, 1998] писали о завышенном курсе рубля и необходимости девальвации в течение 1996–1998 гг. Со всех точек зрения, предсказать девальвацию было несложно, и многие эксперты предсказывали ее за несколько месяцев до 17 августа. Даже Дж. Сакс, ранее твердый приверженец идеи стабилизации, основанной на фиксации валютного курса, в июле 1998 г. выступил в поддержку девальвации. Чего практически никто не мог предсказать, так это дефолта по госбумагам и моратория на обслуживание внешней задолженности банками и фирмами. Эти меры ни в коей мере не были необходимыми, так как в основе своей российский кризис был валютным, и только валютным, но никак не долговым; соответственно, и бороться с кризисом нужно было только и именно девальвацией, а не дефолтом и мораторием.

В самом деле, как видно из рис. П.24, задолженность российского правительства в 90-е годы несколько возросла, но в сравнении с ВВП — не слишком значительно (поскольку ВВП в долларовом выражении сильно увеличился из-за повышения реального курса рубля). Так или иначе к середине 1998 г. весь госдолг не достигал даже 60% ВВП, то есть был очень далек от уровня, признаваемого критическим. Даже краткосрочный долг (ГКО, принадлежащие нерезидентам) был в абсолютном выражении (15–20 млрд долл.) довольно скромным, хотя и превышал объем валютных резервов. Проблема состояла, скорее, в низком уровне резервов (всего 3% ВВП и 2 месяца импорта), а не в чрезмерном объеме краткосрочной внешней задолженности.

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

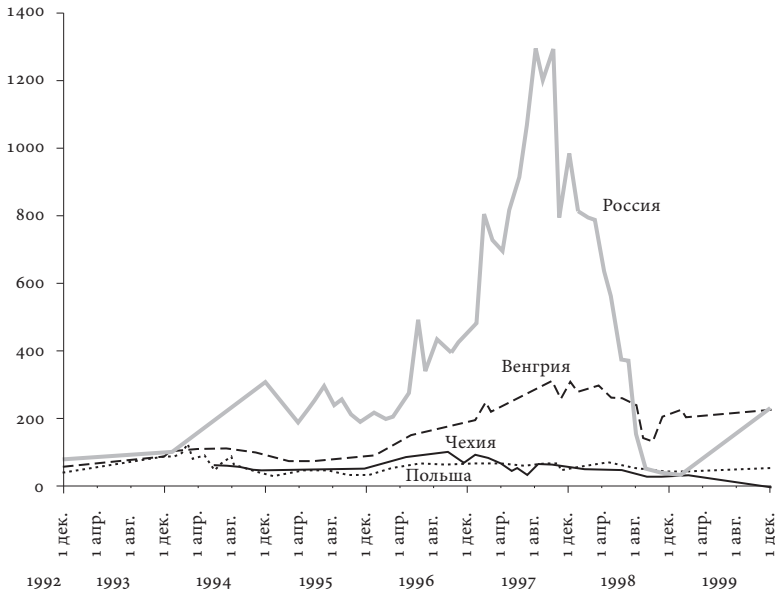


РИС. II.23. Индексы курсов акций в Восточной Европе и России (в долл.), декабрь 1993 г. = 100%
ИСТОЧНИК: Economist.



РИС. II.24. Задолженность правительства РФ (в % к ВВП)
ИСТОЧНИК: Russian Economy. The Month in Review. 1998. No. 1. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition; Goskomstat.

Больше того, хоть и снижение резервов до уровня, не покрывающего краткосрочный долг, было явной ошибкой экономической политики, положение легко было выправить с помощью одной только девальвации: поскольку ГКО были деноминированы в рублях, девальвация рубля, скажем, вдвое, мгновенно привела бы к обесценению долларового эквивалента долга (и платежей по его обслуживанию) тоже вдвое, так что валютные резервы стали бы с лихвой покрывать краткосрочную задолженность. В этом, кстати сказать, принципиальное отличие российской ситуации первой половины 1998 г. от мексиканской второй половины 1994 г.: в Мексике вызревал именно долговой кризис, Tesobonos были деноминированы в долларах, так что девальвация песо не могла снизить и не снизила долларовую стоимость долга.

Далее, недоверие иностранных инвесторов к России в первой половине 1998 г. было связано главным образом и прежде всего с сомнениями относительно способности российских властей защищать рубль, тогда как способность правительства обслуживать свой долг фактически не ставилась под вопрос. Разрыв по ставкам займов правительства за рубежом (доходность еврооблигаций накануне кризиса находилась на уровне 15%) и ставками по международным кредитам первоклассным заемщикам (5–6%), разрыв, который характеризует страновой риск, был отнюдь не большим, не намного больше, чем для стран Латинской Америки и Юго-Восточной Азии. Зато разрыв между реальной доходностью займов правительства в рублях (100%) и в валюте (15%), разрыв, характеризующий собственный валютный риск, был огромным — больше, чем в любой другой стране.

Иностранные инвесторы, иначе говоря, опасались, причем вполне обоснованно, именно девальвации, но никак не дефолта. Верно, что пирамида ГКО в тенденции, в долгосрочной перспективе, была обречена на крах, однако именно в тенденции. Накануне кризиса уровень задолженности, в том числе и краткосрочной (ГКО), был никак не угрожающим — в запасе у правительства было еще как минимум несколько лет пирамидостроительства, в течение которых можно было постепенно сократить дефицит бюджета и остановиться у черты, за которой неизбежно следовал крах. Это был реальный шанс, который правительство не использовало в полной мере. По образному сравнению Э. Долана, борьба с инфляцией через финансирование дефицита с помощью займов и увеличения госдолга подобна охоте на тигра с однозарядным ружьем: если первый выстрел не попадет в цель, второй шанс может и не представиться. Продолжая это сравнение, можно сказать, что правительство, в панике поддавшись испугу, выстрелило еще до появления тигра и тем самым безо всякой необходимости лишило себя возможности использовать в обозримой перспективе такой важный инструмент подавления инфляции, как неинфляционное финансирование дефицита бюджета через займы.

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

Дефолт и мораторий, к сожалению, были не единственными промахами в реакции на кризис. Вскоре после дефолта ЦБР спровоцировал своими неуклюжими действиями набег вкладчиков на банки, усугубивший банковский и платежный кризисы. К подрыву банковской платежеспособности из-за девальвации (неизбежные издержки кризиса, которые должен был бы частично покрыть ЦБР) прибавилась искусственно сфабрикованная потеря ликвидности из-за дефолта (так как большая часть банковских активов оказалась замороженной в ГКО, превратившихся в одночасье в ничего не стоящую бумагу), моратория (подорвавшего репутацию даже платежеспособных банков) и схемы гарантии депозитов вкладчиков путем перевода их в Сбербанк с потерями, особенно большими для владельцев долларовых счетов в комбанках (что повлекло массовое изъятие вкладов).

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ОБЪЯСНЕНИЯ РОССИЙСКОГО КРИЗИСА 1998 г.

После всего сказанного, видимо, должно быть ясно, что объяснения кризиса, делающие акцент на «стечении обстоятельств» или на бюджетно-долговых проблемах, несостоятельны. Указания на пирамиду долгов ГКО, на скандально высокую реальную и долларовую доходность облигаций, во много раз превышавшую доходность в реальном секторе, на перемещение ресурсов из реального сектора в сферу финансовых спекуляций с акциями и ГКО [Nekipelov, 1998] во многом правильны, но к валютному кризису прямого отношения не имеют. Даже если бы в 1995–1998 гг. бюджетные дефициты полностью отсутствовали, а государственный долг, ни краткосрочный, ни долгосрочный, не возрос, валютный кризис все равно бы произошел из-за фундаментального несоответствия между поддерживаемым завышенным курсом рубля и необходимостью обеспечивать равновесие платежного баланса. Проще говоря, с таким завышенным курсом уберечь платежный баланс от дефицита было просто невозможно, даже подняв доходность по ГКО до 100% в долларовом исчислении в отчаянной попытке привлечь иностранный капитал для финансирования все расширяющейся брешы в балансе международных расчетов. С другой стороны, долги, в том числе и краткосрочные, гэкашные, как уже говорилось, были не такими уж страшными. Одной долговой пирамиды и оттока капитала из ГКО явно было недостаточно, чтобы спровоцировать кризис, если бы только курс рубля поддерживался на надлежащем, более низком уровне.

Другое объяснение кризиса, присутствующее в основном в западной литературе, не особенно конкретно и мало вдаётся в детали. Оно состоит в указании на коррумпированный и криминальный характер российского капитализма и, коротко говоря, состоит в том, что в России все

настолько прогнило, что ни о какой макростабилизации и речи быть не может, и было бы странно, если бы все обошлось без кризиса. Олигархи-банкиры, «приватизировавшие» государственный аппарат, оказались настолько близорукими, что не смогли договориться о простых мерах по увеличению налоговых сборов, ограничению утечки капитала и сдерживанию роста государственного долга, поскольку, по словам П. Кругмана, «нет чести среди воров» [Krugman's website, 1998, Sept. 10]. Отношение «после нас хоть потоп» выразилось в том, что кредиты МВФ и Всемирного банка использовали не по назначению, если вообще не растащили, и в результате кризис стал неминуем.

Некоторые обозреватели идут еще дальше, усматривая причины кризиса в «непонимании русскими природы денег» [Economist, 1998, Dec. 19, p.100–102]. В доказательство приводятся ссылки на «Игрока» Ф. Достоевского, где Алексей утверждает, что русские о деньгах не заботятся и потому всегда любят рулетку, и на 70 лет большевистской политики, направленной на искоренение денег.

Такие объяснения, как это часто бывает, столь же эффективны, сколь и неверны, ибо используют исторические параллели не по назначению. Во-первых, в советский период, хотя деньги играли и ограниченную роль, ни неплатежи, ни инфляция, ни демонетизация экономики не достигали таких масштабов, как в 90-е годы, во время перехода к рынку. За весь период после введения червонца в 1922 г. и до освобождения цен в 1991 г. они повысились менее чем в 100 раз (по официальной статистике — только в 10–15 раз, но официальная статистика в этот период, как известно, недооценивала рост цен), тогда как в 90-е годы, менее чем за десятилетие, цены выросли более чем в 10 000 раз. Если же исключить периоды индустриализации (1930-е годы) и войны, то результат еще более впечатляющий: с 1947 г., после сталинской конфискационной денежной реформы, открытая и подавленная (увеличение отложенного потребительского спроса) инфляция составляла в среднем менее 3% в год — ниже, чем в большинстве западных стран.

Известно также, что бюджетные дефициты до конца 80-х годов были очень маленькими, неплатежи практически отсутствовали, внешний и внутренний госдолг был скромным и увеличивался медленно. В общем, если макроэкономическая политика советских плановых органов и заслуживает критики, то никак не со стороны нынешних властей и даже не со стороны западных стран. Факт остается фактом: макроэкономическая политика в советский послевоенный период была более осторожной и сбалансированной, чем в большинстве других стран, не говоря уже о России 90-х годов.

Кстати сказать, и монетизация советской экономики (отношение M_2 к ВВП), несмотря на то, что функции денег были сильно ограничены

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

в сравнении с рыночным хозяйством, была почти что на уровне рыночной (50% в 80-е годы) и много выше, чем монетизация российской экономики в 90-е годы (см. рис. VI.4 далее). То же относится и к уровню развития банковского кредитования: несмотря на крайне ограниченные функции кредита в плановом хозяйстве, отношение банковских кредитов к ВВП в 80-е годы в советской экономике было в несколько раз выше, чем в 90-е годы в рыночной российской. Короче, аргумент о «тяжелом большевистском наследии», объясняющий якобы провал попыток макроэкономической стабилизации в новой России, не работает, как не работает и аргумент о «демонетизированной русской душе»; ни то, ни другое не помешало плановикам поддерживать завидную стабильность макроэкономической обстановки долгие четыре десятилетия (1947–1987 гг.) до того, как уже в горбачевский период стали расти бюджетные дефициты, госдолг, отложенный потребительский спрос.

Во-вторых, при более пристальном рассмотрении не помогает понять валютный кризис и аргумент о близорукости олигархов, так как, строго говоря, тогда остается неясным, каким образом удалось успешно осуществить макроэкономическую стабилизацию в 1995–1998 гг. Слов нет, назвать олигархов дальнорукими трудно, как и трудно спорить с тем, что ослабление институтов государственной власти, произошедшее в России в 90-е годы, явилось важнейшим фактором, обусловившим исключительную глубину и продолжительность падения производства. Однако прямой связи между институциональным развалом и крахом макроэкономической стабилизации 1995–1998 гг., в частности валютным кризисом 1998 г., все-таки нет. Как уже отмечалось, долговая нагрузка на российскую экономику была вполне посильной, частная и государственная задолженность не доходила до критического уровня, так что даже если предположить, что все заемные средства были разворованы, кризис не мог произойти по этой причине. Чтобы валютный кризис разразился из-за чрезмерного накопления задолженности, процесс заимствований (и разворовывания займов) должен был бы продолжаться еще как минимум несколько лет. Не менее важно и то, что накануне кризиса никакого резкого ослабления институтов, усиления коррумпированности и криминализации не наблюдалось (скорее, наоборот, происходила известная стабилизация), так что объяснить, почему кризис произошел именно в 1998 г., с этой точки зрения тоже нельзя.

Наконец, поддержание незавышенного курса рубля, которое и могло бы предотвратить валютный кризис, было, видимо, наименее политизированным вопросом правительственной экономической политики в 1995–1998 гг. Поддержание более низкого курса рубля через своевременные и постепенные девальвации не грозило правительству и ЦБР противодействием со стороны парламента, промышленных лобби, олигархов или регионов. Хотя есть основания полагать, что макроэкономи-

ческая стабилизация не материализовалась в 1992–1994 гг. из-за отсутствия согласия между промышленными лобби, парламентом, регионами и федеральными властями по вопросу о финансировании бюджетных расходов [Роров, 1996а; 1996б], не похоже, что низкий курс рубля в 1995–1998 гг. мог бы стать предметом политической борьбы.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, ПОМОЩЬ РАЗВИТИЮ, ПРИТОК КАПИТАЛА, ВНЕШНИЙ ДОЛГ

Как и инфляция, платежный баланс является промежуточной переменной, которая менее важна сама по себе и более важна из-за ее влияния на ключевые показатели, такие как стабильность и рост.

...Краткосрочная польза дефицита по балансу текущих операций определяется тем простым фактом, что спрос (абсорбция) превышает производство, так что фирмы, правительство и домашние хозяйства потребляют больше, чем позволяет сумма их доходов. Дефицит по балансу текущих операций может способствовать экономическому росту, если внешние заимствования для погашения этого дефицита (превышения спроса над производством и доходами) направляются на производительные инвестиции. В средне- и долгосрочной перспективе, однако, эти заимствования должны быть погашены [Spiegel, 2007].

Проблема известна в литературе как «загадка Фелдстайна — Хориоки» (Feldstein-Horioka puzzle), она состоит в высокой положительной корреляции национальных инвестиций и сбережений — в странах с высокими сбережениями инвестиции, как правило, высоки, и наоборот. Между тем в эпоху все более свободного и масштабного перемещения капитала между странами можно было ожидать как раз противоположного — инвестиции в мировом хозяйстве должны были бы устремляться в страны с наивысшей отдачей от инвестиций, независимо от того, высоки или низки сбережения в этих странах [Feldstein-Horioka, 1980].

Кажется, что быстрорастущие экономики должны привлекать капитал со всего мира, так что их баланс по текущим операциям будет отрицательным, а дефицит будет покрываться импортом капитала. Эти страны должны были бы потреблять (абсорбировать) больше, чем производят, инвестировать больше, чем сберегать. Все национальные инвестиции, I , как известно, равны национальным сбережениям (бизнеса, домашних хозяйств и правительства), S , и чистому притоку капитала из-за границы, равным дефициту по балансу текущих операций, — CA :

$$I = S - CA$$

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

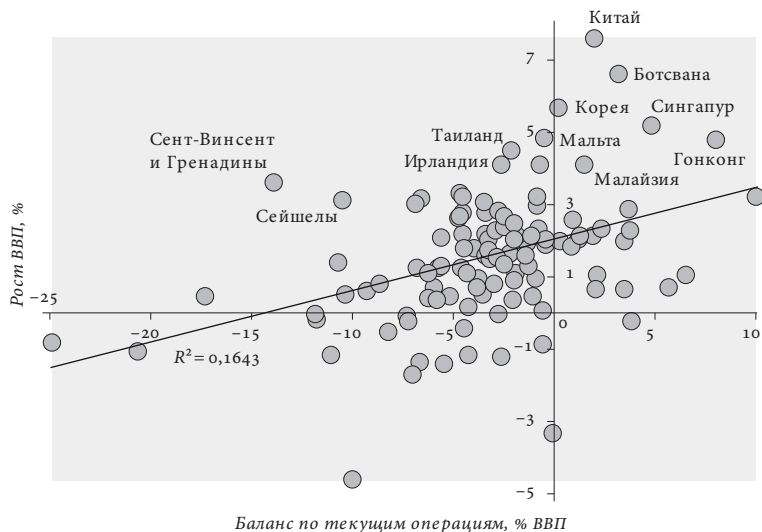


РИС. II.25. Баланс по текущим операциям и темпы роста ВВП на душу населения в среднем за 1960–2007 гг.
ИСТОЧНИК: WDI.

Иначе говоря, логично ожидать, что быстрорастущие страны, в которых отдача от инвестиций высока, будут чистыми заемщиками, то есть будут постоянно иметь дефицит по балансу текущих операций.

На самом деле в мире практически нет стран, которые бы имели низкий уровень сбережений и высокие инвестиции. Более того, быстрорастущие экономики, как правило, имеют актив, а не дефицит платежного баланса. Такое соотношение может показаться противointuitивным, но данные свидетельствуют именно об этом (рис. II.25)¹⁸.

Иначе говоря, все страны «экономического чуда» полагались именно на внутренние сбережения, а не на привлечение займов из-за границы. Этот стилизованный факт должен еще получить свое объяснение.

¹⁸ Даже при контроле на уровень ВВП на душу населения положительная связь актива по балансу текущих операций и экономического роста сохраняется:

$$y = 0,68^* \ln Y_{сар} + 0,12^{***} CA + 0,05,$$

(1,80) (3,44)

$N=91$, $R^2=0,23$, T -статистика в скобках; *** — значимость на уровне 1%; ** — 5%; * — 10%, где y — среднегодовые темпы роста ВВП на душу в 1960–1999 гг., %, $Y_{сар}$ — логарифм подушевого ВВП по ППС в 1975 г., CA — баланс по текущим операциям в % к ВВП в 1960–1999 гг., в среднем за год.

С этим парадоксом связан и вопрос о помощи развитию: если международное финансирование дефицитов платежного баланса не ведет к быстрому экономическому росту, надо ли предоставлять помощь развивающимся странам?

...Приток помощи может иметь отрицательные последствия. Самый широкопризнаваемый отрицательный эффект состоит в том, что помощь, как и любой приток капитала, ведет к завышению валютного курса, что может создать стимулы для сектора неторгуемых товаров в ущерб сектору торгуемых товаров, если внутренние относительные цены изменятся соответствующим образом в ответ на изменение курса. Эти сдвиги могут быть особенно резкими там, где уже прошла всеобъемлющая либерализация внешней торговли, включающая отмену количественных ограничений на импорт. Иностранная помощь может вызвать и повышение инфляции, если она тратится не на импорт, а на увеличение госрасходов на неторгуемые товары или на закупку таких товаров и услуг, производство которых не может быть быстро увеличено в ответ на расширение спроса. Более глубокая критика помощи связана с ее потенциально отрицательным воздействием на внутренние сбережения из-за возможного замещения внутренних сбережений внешними (помощью). Хотя, если полного вытеснения внутренних сбережений помощью не происходит, помощь должна привести к общему увеличению ресурсов для инвестирования.

Проблема многих развивающихся стран сегодня состоит в том, что боязнь отрицательных эффектов завышения валютного курса настолько сильна, а необходимость поддержания валютных резервов на высоком уровне для предотвращения валютных кризисов настолько остро *ощущается*, что помощь не используется эффективно [McKinley, 2005].

Действительно, общей тенденцией является сочетание притока капитала с дефляционной политикой внутри страны, чтобы гарантировать накопление валютных резервов как для страховки от будущей нестабильности, так и для предотвращения повышения курса, которое могло бы повредить конкурентоспособности и подорвать жизнеспособность отечественных предприятий. В некоторых случаях в последние годы эта тенденция зашла настолько далеко, что помощь развитию... не может играть положительную роль. Однако если развивающиеся страны смогут избежать этой ловушки и использовать помощь для государственных производительных инвестиций, которые способствуют росту в настоящем и будущем, ее макроэкономические последствия будут положительными [Reddy, Minoiu, 2006; Gosh, 2007].

Большинство людей, естественно, ожидают, что увеличение помощи приведет к увеличению расходов. Но многие не понимают, что это только половина дела — помощь только тогда приносит пользу странам-получателям, когда она должным образом поглощается (absorbtion) [Spiegel, 2007].

Существуют сотни исследований об эффективности помощи развитию (см. обзор: Channing, Jones, Tarp, 2009), в том числе и таких, которые заключают, что помощь развивающимся странам не ведет к росту инвестиций, а инвестиции не ведут к ускорению роста [Easterly, 2001], и таких, которые заключают, что положительный эффект помощи явно ощутим [Sachs, 2009], и таких, которые признают, что эффект есть, но он снижается по мере увеличения помощи при ограниченной абсорбционной способности экономики [Collier, 2005]. Как бы то ни было, общий размер помощи развитию не настолько велик, чтобы считать помощь ключевым фактором роста. В 2008 г. помощь составила немногим более 100 млрд долл., или всего 0,2% мирового ВВП. Более того, после распада Советского Союза помощь даже в номинальном выражении не увеличивалась в течение десятилетия и стала снова расти только после террористического акта 11 сентября 2001 г. (рис. II.26).

Представляется, что затраты на исследование эффективности помощи развитию непропорционально высоки в сравнении с исследованиями других аспектов мирохозяйственных связей развивающихся стран, таких как барьеры на пути экспорта из стран Юга, в том числе и экспорта сельскохозяйственных товаров (субсидии фермерам в странах Запада); использование торгового протекционизма и протекционизма валютного курса (его занижение) для стимулирования экономического роста в развивающихся странах; режим передачи технологии из стран Севера странам Юга и режим защиты прав на интеллектуальную собственность; устранение преград для эмиграции неквалифицированных специалистов на Запад и предотвращение «утечки мозгов» из развивающихся стран; контроль за движением капитала и прямых иностранных инвестиций; справедливое распределение бремени на борьбу с загрязнением среды и глобальным потеплением и т. д. Реформы в каждой из этих сфер мирохозяйственных связей могли бы принести больший эффект для ускорения роста развивающихся стран, чем вся помощь развитию вместе взятая.

Помощь развитию никогда не была важна для России, даже в 90-е годы, когда ее масштабы были наибольшими. Интересно тем не менее отметить, что масштабы помощи посткоммунистическим странам зависели не только от уровня их развития, но и от близости к Западной Европе и от политической ориентации: восточноевропейские государства получали относительно больше, а страны СНГ, Вьетнам и Китай относительно меньше помощи в % к ВВП, чем должны бы были, если бы помощь зависела только от уровня ВВП на душу (рис. II.27).

Таким образом, ни помощь развитию, ни — в более широком смысле — приток капитала из-за рубежа не гарантируют, что произойдет ускорение темпов экономического роста. В свете сказанного, следовательно,

возникает вопрос о том, надо ли стремиться привлекать западную помощь и капитал, и если да, то на каких условиях и в каких объемах.

Развивающиеся страны должны выработать ориентир для приемлемого уровня государственного долга и затем достичь этого ориентира. Примерное основополагающее правило таково: доходность инвестиций, финансируемых с помощью займов, должна быть не ниже уровня процента, чтобы не допустить раскручивания долговой спирали... Многие развивающиеся страны смотрят (как на образец) на критерий Пакта о росте и стабильности Европейского союза, который не разрешает накопление госдолга сверх 60% ВВП, но это лишь произвольное правило, не подкрепленное солидными экономическими соображениями.

Конвертируемость (национальной валюты) по капитальным операциям, даже и дополненная требованиями по обеспечению устойчивости финансовой системы, не может предохранить от циклов бумов и кризисов на рынках капитала. При полной свободе международного движения капитала страны не могут более контролировать приток и отток капитала, а его движение в обоих направлениях может иметь серьезные нежелательные последствия. Финансовая либерализация и мобильность капитальных потоков создали поэтому проблему, аналогичную старой «голландской болезни», при которой приток капитала вызывает повышение реального валютного курса, что, в свою очередь, ведет к изменениям в реальном секторе — и всему этому *процессу* имманентно присуща нестабильность во времени [Gosh, 2007].

Возможное решение проблемы — ограничения на движение краткосрочного капитала и на заимствования государственных и частных компаний.

Традиционные количественные ограничения на движение капитала (административные ограничения и контроль) продолжают широко использоваться развивающимися странами, включая ключевые страны, такие как Индия и Китай, несмотря на постепенную либерализацию их балансов движения капитала... Большинство экономистов предпочитают регулирование притока капитала, а не оттока...

Требуются специальные ограничения и предписания, включая четкие правила для задолженности госсектора, прямой механизм контроля над иностранными займами и правила для государственного сектора о минимальных сроках займов и максимальном превышении процентных ставок (над рыночными). Эти правила должны применяться не только к центральному правительству, но и к правительственным агентствам и к региональным властям [Spiegel, 2007].

Прежняя традиционная мудрость о том, что движение капитала через национальные границы должно быть как можно более свободным, как и международная торговля, похоже, отходит в прошлое. Все больше исследований свидетельствуют, что прямой связи между свободным движением краткосрочного капитала и экономическим ростом нет [Stiglitz,

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

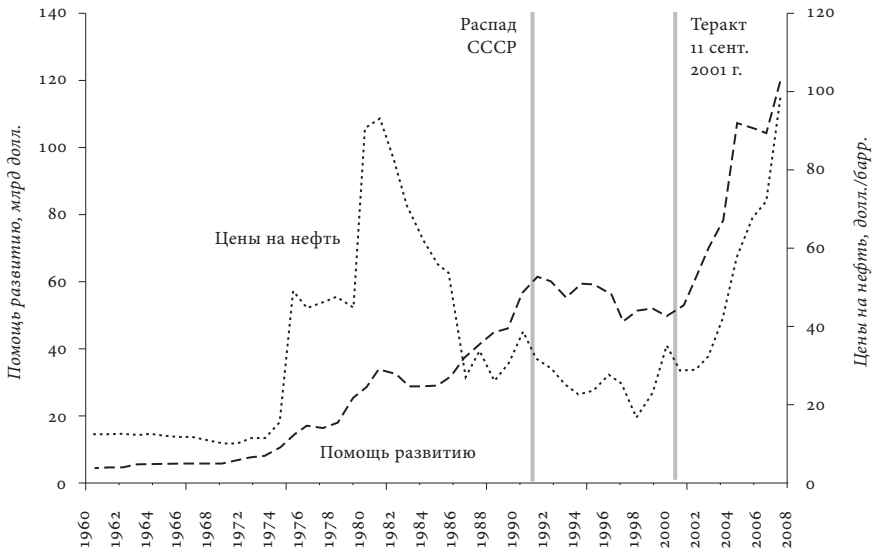


РИС. II.26. Официальная помощь развитию (левая шкала) и цены на нефть в долларах 2007 г. за баррель (правая шкала)
ИСТОЧНИК: WDI; Statistical Review of World Energy. BP (<http://www.bp.com/productlanding.do?categoryId=6929&contentId=7044622>)

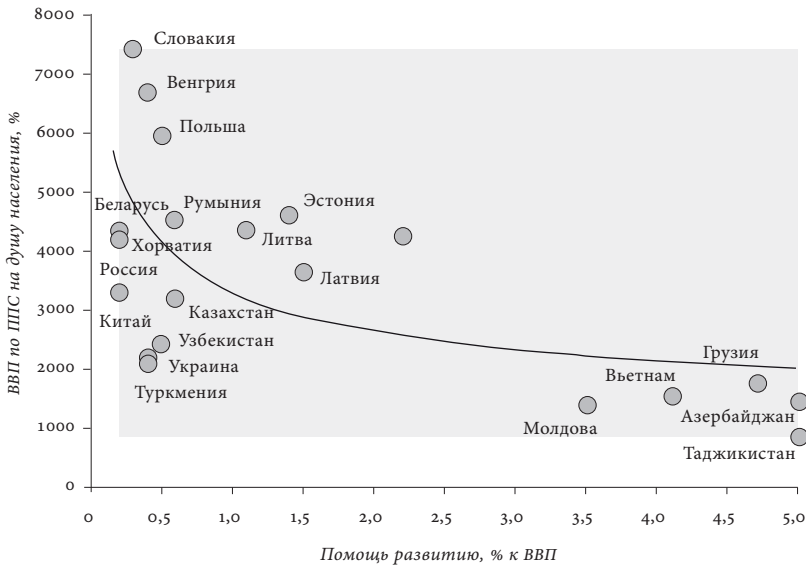


РИС. II.27. Официальная помощь развитию в 1997 г. и ВВП по ППС на душу населения в 1996 г. в посткоммунистических странах
ИСТОЧНИК: WDI.

2000; Griffith-Jones, Montes, Nasution, 2001; Singh, 2002]. Если до азиатского кризиса 1997 г. международные финансовые организации, в особенности МВФ и ОЭСР, рекомендовали развивающимся странам снять ограничения на займы за рубежом и движение капитала, то сегодня преобладающее мнение сводится к тому, что издержки либерализации в виде повышения макроэкономической нестабильности и уязвимости национальных кредитных систем слишком высоки, а выгоды такой либерализации отнюдь не очевидны [Montes, Popov, 1999]. МВФ недавно признал, что для развивающихся стран открытость по капитальным операциям увеличивает риск финансовых кризисов. «Процесс либерализации движения капитала, видимо, сопровождался в некоторых случаях повышением уязвимости к кризисам», — заключалось в докладе МВФ [Prasad et al., 2003], среди авторов которого был и тогдашний главный экономист МВФ К. Рогофф.

Азиатский валютный кризис 1997 г. показал, что частные компании — и финансовые, и нефинансовые — не знают, сколько можно занимать и давать займы, не рискуя оказаться неплатежеспособными. Причем не отдельные компании, а большинство фирм, в том числе крупнейшие и наиболее уважаемые. И не только азиатские фирмы (которые брали в долг), но и американские, и западные финансовые институты, которые давали в долг. Кризисы 1997 г. в азиатских странах произошли не из-за плохой макроэкономической политики правительства и монетарных институтов — эта политика как раз была практически безупречна (высокая норма сбережений и высокие темпы роста, низкие дефициты бюджетов и умеренный госдолг, низкая инфляция, быстрый рост экспорта, небольшие дефициты по балансу текущих операций), а из-за безответственного заимствования частного сектора, который должен был — в теории — регулировать сам себя, но на практике создал «пузырь» плохих долгов.

Если до азиатского кризиса 1997 г. регулирование займов частного сектора, особенно займов за рубежом, считалось неприличным нелиберальным вмешательством в действие рыночных механизмов, то после этого кризиса меры по контролю над движением краткосрочного капитала приобрели уважительность, а идея «двойной либерализации» (twin liberalizations) — национальной кредитно-финансовой системы и платежного баланса по капитальным операциям, напротив, утратила свою привлекательность и даже стала рассматриваться как рецепт подрыва национальной валюты.

У нас, как известно, все ограничения на движение капитала через границу были сняты 1 июля 2006 г. в соответствии с Федеральным законом «О внесении изменений в Федеральный закон „О валютном регулировании и валютном контроле“». После этого начался лавинообразный рост частной валютной задолженности, прерванный только кризисом

II. МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

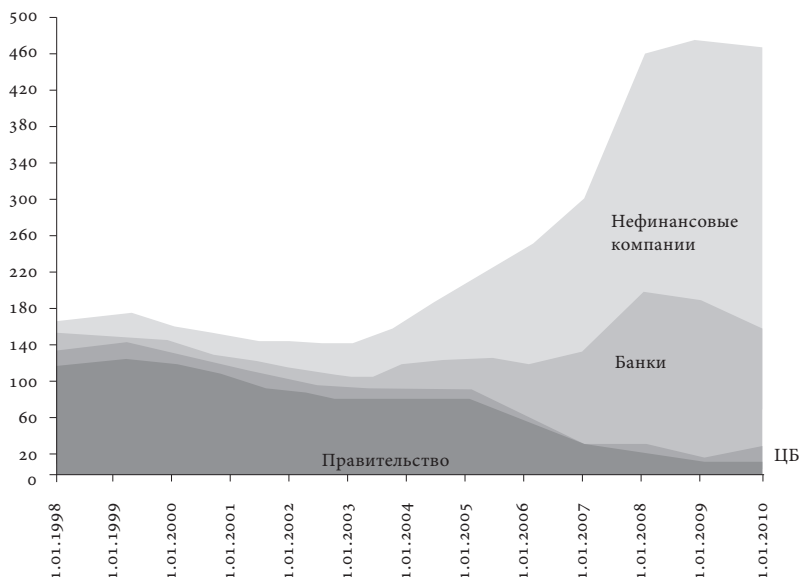


РИС. II.28. Внешний долг РФ (в млрд долл.)
ИСТОЧНИК: ЦБР.

2008–2009 гг. (рис. II.28). Общая внешняя задолженность пока что невелика — менее 500 млрд долл., или порядка трети ВВП (критическим рубежом считается 60% ВВП), — не в последнюю очередь благодаря тому, что параллельно с ростом частного долга происходила выплата государственного (рис. II.28). Однако если бы не кризис 2008–2009 гг., рост внешнего долга через 2–3 года вполне мог превысить критический рубеж и вызвать валютный кризис, подобный азиатскому.

Новое повышение курса рубля во второй половине 2009 г. из-за очередного подорожания нефти и притока капитала заставило российское правительство думать о введении ограничений на такой приток¹⁹.

¹⁹ Can the Russian Central Bank Cool the Ruble? RGE's Daily Top 5. 2009. Nov. 11.