

Владимир ПОПОВ, профессор Российской экономической школы

## СЛЕДИТЕ ЗА КУРСОМ

### КАКИЕ ВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ НУЖНЫ РОССИИ?

*Валютные резервы России, в 90-е гг. никогда не поднимавшиеся выше 20 млрд долл., к началу 2008 г. достигли почти 500 млрд (включая средства стабилизационного фонда, которые превысили 150 млрд долл.). По мере роста резервов усиливаются и споры о том, как потратить эти деньги. Говорят, что мы финансируем американскую экономику (большая часть резервов вложена именно в американские казначейские векселя) вместо того, чтобы развивать нашу – повышать пенсии и оплату труда, вкладывать в здравоохранение и образование, инфраструктуру, борьбу с преступностью, структурную перестройку экономики... События используют неожиданно появившиеся миллиарды высок, недостатка в экспертных суждениях, на что в первую очередь потратить деньги, не наблюдается, но правительство и ЦБ, похоже, не спешат раскошелиться. Почему?*



#### Как справиться с колебаниями цен на нефть?

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 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, три.

Первый и самый лучший вариант, с точки зрения поддержания стабильных темпов роста ВВП и потребления: сохраняя неизменными реальный валютный курс и валютные резервы, 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 цены снова повысятся, долги можно будет выплатить. Деньги может 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/разведку 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: выше цены на нефть – лучше кредитный рейтинг. Так что беда одна не приходит: когда происходит ухудшение условий торговли и, следовательно, торгового баланса, к этому, как правило, добавляется и отток (сокращение притока) капитала.

Второй вариант – накапливать валютные резервы при благоприятной конъюнктуре на мировом рынке и тратить их, когда наступает «черный день» и цены на нефть падают. При этом, чтобы не менялась масса денег в обращении, надо проводить так называемые стерилизационные операции – скажем, откладывать деньги в стабилизационный фонд за счет налогов на растущие прибыли сырьевых экспортеров. При этом варианте можно поддерживать стабильность производства и потребления, хотя для этого и надо сначала самим накопить валютные резервы за счет ограничения потребления – так, как Россия делала в последние годы. 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 идет из этих стран), а международные финансовые институты по своей маломощности не способны компенсировать образующиеся финансовые разрывы, приходится полагаться на собственные валютные резервы.

Есть и третий вариант – не привлекать капитал и не снижать валютные резервы, когда наступает тот самый «черный день», а позволить валютному курсу уравновесить платежный баланс. 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. Этот вариант самый дорогостоящий, он предполагает изменения в реальном секторе экономики и в потреблении.

**Рис. 1. Условия торговли (1985 г. – 100%), реальный валютный курс к доллару (%), валютные резервы к ВВП (%), и отношение валютных резервов к ВВП (%), в Буркина-Фасо**  
Коэффициент корреляции между условиями торговли и валютными резервами равен 0,86



**Рис. 2. Условия торговли (1985 г. – 100%), реальный валютный курс к доллару (%), валютные резервы к ВВП (%), и отношение валютных резервов к ВВП (%), в Италии**  
Коэффициент корреляции между условиями торговли и валютными резервами равен 0,78



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. Как было у нас в августе 1998 г. и сразу после этого.

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, что, 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?

Так сколько хранить «на черный день»?

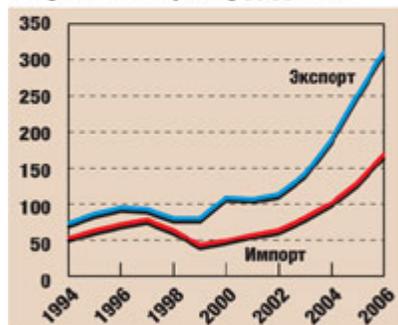
**Рис. 3. Валютные резервы (млрд долл., правая логарифмическая шкала) и реальный эффективный валютный курс в России (декабрь 1995 г. – 100% левая шкала)**



Вопрос точного ответа не имеет, как и не имеет точного ответа вопрос о том, какой страховой запас нужен каждому индивидууму. Все зависит от предпочтений стабильности и склонности к риску (страны или индивидуума). Кто-то готов половину годового дохода откладывать, чтобы застраховаться от превратностей судьбы, а кто-то и копейки не выделит на такое страхование.

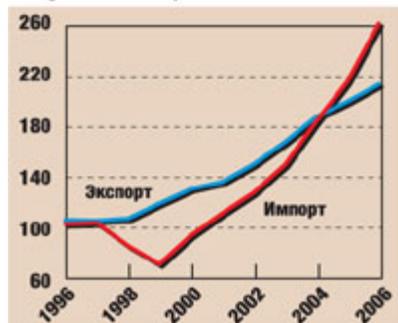
Многое, конечно, зависит от масштабов будущих рисков – то есть от того, насколько вероятно падение цен на углеводороды в будущем. У каждого есть твердое мнение, что будет с нефтяными ценами через год, пять и десять лет, но, к сожалению, как известно по прошлому опыту, успешно прогнозировать нефтяные цены еще никому не удавалось. Точно известно только, что в последние 140 лет эта цена в среднем составляла чуть более 20 долл. за баррель (в постоянных ценах 2006 г.) и лишь в течение менее 30 лет из 140 (1869–1876, 1973–1985, 1999–2007 гг.) превышала этот средний уровень.

**Рис. 4А. Объемы экспорта и импорта в номинальном выражении, млрд долл.**



Если мировые цены на наши экспортные товары – нефть и газ – упадут до уровня 90-х гг., легко подсчитать, сколько денег понадобится, чтобы финансировать объемы импорта, к которым мы уже привыкли. В 2007 г. импорт составил порядка 200 млрд долл., на 150 млрд больше среднегодового уровня 90-х гг. Если цены на энергоносители упадут до уровня 90-х гг., то наши экспортные доходы сократятся примерно на 150 млрд долл. ежегодно, так что за счет сегодняшних резервов мы сможем оплачивать импорт на нынешнем уровне в течение трех лет (а может, и менее, если к падению нефтяных цен прибавится отток капитала). «Всего лишь» в течение трех лет? Или же в течение «целых» трех лет?.. У каждого из нас на этот счет есть свое твердое мнение, как это обычно и бывает в случаях, когда строгое доказательство невозможно.

**Рис. 4Б. Объемы экспорта и импорта в реальном выражении, 1995 г. – 100%**



Но вот другое суждение может быть строго доказано: 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.

## Как бороться с волатильностью?

Известно, что страны, зависящие от экспорта сырья с нестабильными мировыми ценами, испытывают и большие колебания в темпах экономического роста. С легкой руки экономистов в русский язык для обозначения этого феномена вошло понятие «волатильность» – она показывает, насколько фактические темпы роста отличаются от средних за период. Так вот, эта волатильность, или, попросту говоря, неравномерность в темпах экономического роста, при прочих равных условиях выше в тех странах, у которых больше доля внешней торговли в ВВП и больше нестабильность самой этой доли. В чем же тогда роль экономической политики? А в том, как приспособливаться к внешним шокам – через изменение резервов или через изменение реального курса национальной валюты.

Посмотрите на рис. 1: Буркина-Фасо – страна в Африке (бывшая Верхняя Вольты, 14 млн человек, экспортирует хлопок, золото и скот) изменяла валютные резервы в основном синхронно с изменением условий торговли. А вот в Италии (рис. 2), напротив, до введения евро валютные резервы двигались в противофазе с условиями торговли. С реальным валютным курсом как раз все наоборот – в Италии он двигался синхронно с условиями торговли, а в Буркина-Фасо – несинхронно. Расчеты показывают, что волатильность ВВП при прочих равных условиях была ниже в тех странах, которые, подобно Буркина-Фасо, поглощали внешние шоки в большей степени изменением резервов и в меньшей степени – колебаниями реального курса.

Собственно говоря, в этом и состоит одна из важнейших функций валютных резервов в странах с нестабильной внешней торговлей – их изменение не только сальдирует платежный баланс, но и амортизирует, смягчает шоки, связанные с резкими колебаниями цен на экспортные и импортные товары. Изменение же реального валютного курса тоже уравнивает платежный баланс, но ценой такого выравнивания оказываются непрерывные структурные перестройки, вносящие дезорганизацию и нестабильность в национальную экономику. Если целью является снижение волатильности (которая, как показывают многие исследования, отрицательно сказывается на долгосрочном экономическом росте), то реальный курс валюты любой страны не должен сильно колебаться, чтобы не дезориентировать экономических агентов и не создавать для них дополнительную нестабильность. От перепадов мировой конъюнктуры лучше защищаться «резервной подушкой», а не валютным курсом, являющимся, по меткому выражению нобелевского лауреата Р. Манделла, «самой важной из всех цен в открытой экономике».

## Опыт Буркина-Фасо

Буркина-Фасо нам, конечно, не указ. Экономический рост там был, хоть и довольно стабильный, но весьма посредственный, даже по африканским меркам (чуть более 1% в расчете на душу населения в среднем в 1975–2000 гг.). Буркина-Фасо вместе с семью другими странами Западной Африки входит в зону франка CFA для Западной Африки, который выпускается валютным управлением и жестко привязан к французскому франку. А в странах с валютными управлениями, как свидетельствует недавняя работа известного американского экономиста С. Эдвардса, рост был ниже, чем в странах с плавающими курсами. Валютное управление, при котором масса денег в национальном обращении всегда равна величине валютных резервов, – очень жесткая конструкция, заставляющая национальную денежную массу колебаться так же, как и резервы, а резервы – так же, как и условия торговли (чтобы сбалансировать платежный баланс).

## Страны и территории с крупнейшими валютными резервами (млрд долл., на конец 2007 г.)

Страна/территория	Млрд долл. (на конец месяца)
КНР	1455 (октябрь)
Япония	970 (ноябрь)
Еврозона	483 (сентябрь)
Россия	464 (ноябрь)
Индия	272,7 (21 декабря)
о. Тайвань	270 (ноябрь)
Южная Корея	257 (сентябрь)
Бразилия	178,8 (декабрь)
Сингапур	158 (октябрь)
Гонконг (КНР)	150,4 (ноябрь)
Германия	126 (сентябрь)

Источник: The World Factbook, CIA.

Вторая связь (между условиями торговли и резервами) вполне оправдана, но вот первая (между денежной массой и резервами), если и бывает оправданной, то лишь для самых маленьких экономик, очень сильно зависящих от международной торговли.

Динамика реального валютного курса зависит от двух факторов – от изменения номинального курса и от движения цен внутри страны и за рубежом. Если меняется номинальный курс, изменение реального наступает мгновенно. Напротив, при валютном управлении и стабильном номинальном курсе снижение резервов с необходимостью сокращает национальную денежную массу, что ведет к постепенному падению национальных цен в сравнении с мировыми – реальный курс снижается из-за падения темпов роста национальных цен. И в том, и в другом случаях реальный курс снижается, хотя в первом случае – мгновенно из-за снижения номинального, а во втором – постепенно из-за замедления инфляции в силу сокращения денежной массы при падении валютных резервов.

Дело, однако, в том, что изменения реального курса, вызванные не изменением номинального, а изменением цен, происходят в течение длительного времени (год и больше) и особенно болезненно отражаются на производстве и потреблении, так что не всякое правительство может выдержать такую структурную перестройку. Скажем, валютное управление в Аргентине рухнуло в 2002 г. именно потому, что ждать, пока сработает автоматический механизм, было слишком накладно и политически невозможно. Страна столкнулась с оттоком 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. Но сокращение денежной массы привело не только к снижению цен, но и к 15-процентному падению производства – ждать, пока цены упадут на достаточную для выравнивания платежного баланса величину при продолжающемся падении выпуска, уже не было возможности, так что валютное управление пришлось закрыть, а песо девальвировать.

**Рис. 5. Платежный баланс России в 1992–2007 гг., млрд долл.**



Так вот, в Буркина-Фасо, при неполном валютном управлении (там требовалось только 20-процентное, а не 100-процентное обеспечение всех пассивов центрального банка французскими франками, а теперь, соответственно, евро), изменение резервов, вызванное изменением

условий торговли, вело к изменению денежной массы и цен, а не номинального курса – а это, как уже говорилось, очень дорогостоящий способ обеспечения равновесия платежного баланса. То есть в Буркина-Фасо колебания условий торговли отражались на резервах, что в свою очередь вело к изменению реального курса через динамику цен. Если этого не видно на рис. 1 (реальный курс не меняется синхронно с условиями торговли и резервами), то только потому, что помимо Буркина-Фасо в зону франка CFA в западной Африке входят еще семь стран, у которых другая динамика условий торговли и резервов. А вот в Италии, где резервы накапливались в противофазе с изменением условий торговли, реальный курс двигался более или менее синхронно с динамикой именно условий торговли.

Идеальной же, строго говоря, с точки зрения поглощения внешних шоков, была бы конструкция, в которой колебания условий торговли вели бы к изменению резервов, но не реального курса, а 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 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 составляет 12%, а в США – 3%, то для стабильности реального курса потребуется примерно 9-процентная ежегодная девальвация рубля. Стабильность реального курса, 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.

### **Зачем еще нужны валютные резервы?**

В экономической теории реальный курс считается эндогенным, то есть утверждается, что он определяется обстоятельствами, а не политикой. Но это только при предположении, что валютные резервы не меняются, а если они меняются, то возникает неравновесный валютный курс. А предположение это не очень реальное, так как на самом деле международные различия в накоплении резервов огромны. У Китая – полтора триллиона, у Японии – почти триллион, у Еврозоны (Европейского центрального банка) – почти полтриллиона и т.д. (см. таблицу). У США, между прочим, всего 70 млрд долл.

С помощью накопления резервов можно искусственно занижить валютный курс, так что национальная продукция станет более конкурентоспособной. А если ресурсоэкспортирующая страна не накапливает резервов, курс сильно завышается, возникает так называемая голландская болезнь – болезнь завышения реального курса валюты, при котором экспорт всех несырьевых товаров становится невыгодным, а остается только экспорт сырья, выгодный из-за существующей в производстве сырья ренты при практически любом курсе.

У нас номинальный курс рубля с конца 1998 г. изменился мало (с 20 руб. за доллар примерно до 25 руб. в 2007 г.), а российские цены после кризиса (в 1999–2007 гг., исключая почти двукратный рост в августе–декабре 1998 г.) выросли почти в 4 раза, так что реальный курс рубля повысился более чем в 2 раза и превысил предкризисный уровень июля 1998 г. (рис. 3). Это типичная «голландская болезнь» – такое завышение реального курса валюты возможно только при таких высоких ценах на нефть, какие мы имеем сейчас, и это подрывает конкурентоспособность отечественных товаров на мировом и внутреннем российском рынках и ухудшает торговый баланс.

«Голландская болезнь» завышенности валютного курса подрывает экономический рост. Занижение же валютного курса через накопление резервов является мощным инструментом стимулирования роста для развивающихся стран. Это ведет к снижению относительной зарплаты и относительных цен на неторгуемые товары – так, как это было в России после августовского кризиса 1998 г. Поскольку номинальные заработки и цены на неторгуемые товары отстают от повышения цен на торгуемые товары в результате девальвации, повышается прибыльность и создается потенциал роста. Кроме того, накопление резервов, занижающее валютный курс, стимулирует экспортно-ориентированный рост, который позволяет получить выгоды от ориентации производителей на мировой, а не национальный рынок. Это особенно важно для развивающихся стран, которым по ряду причин прорваться на мировые рынки трудно, но для которых этот прорыв позволяет освоить западные технологии производства и

управления. Наконец, накопление резервов позволяет привлечь прямые иностранные инвестиции потому, что заниженный курс удешевляет национальные активы в долларовом исчислении, а инвесторы воспринимают устойчивую способность властей накапливать резервы как сигнал, свидетельствующий о силе правительства и серьезности его намерений. Последовательность в политике вообще дорого ценится – она свидетельствует о высокой степени консенсуса среди элиты и о способности правительства противостоять неблагоприятной конъюнктуре.

Накопление резервов не является ни необходимым, ни достаточным условием роста: в стране может быть плохой инвестиционный климат или, того хуже, идет война, так что, несмотря на накопление резервов, темпы роста отрицательные. А может быть, как в развитых странах, при хороших институтах и работающем рынке, можно выйти на оптимальную траекторию роста и без потерь в виде накопления валютных резервов. Тем не менее для стран, которым трудно добиться повышения темпов роста другими мерами, которые не могут улучшить институты, укрепить правопорядок и искоренить коррупцию, накопление резервов часто оказывается последним доступным средством стимулирования роста. По сути дела, в современном мире, где протекционистские тарифы уже не играют прежней роли, накопление резервов оказывается одним из мощнейших инструментов промышленной политики, защищающей внутренний рынок, стимулирующей экспорт и экономический рост.

### **Ошибки политики**

Все сказанное означает, что наилучшая политика для России – поддержание стабильных темпов роста денежной массы, обеспечивающих инфляцию, скажем, на уровне 10–15% в год (достаточно высокую, чтобы не было угнетающего воздействия на производство), и стабильного и низкого реального курса рубля через «ползучую», плавную и предсказуемую девальвацию номинального курса и через большие колебания валютных резервов, погашающие влияние перепадов мировой конъюнктуры (условий торговли) на торговый и платежный баланс. Эти колебания резервов должны стерилизовываться, то есть не должны сказываться на динамике денежной массы.

Ошибки макроэкономической политики последних лет – упорное стремление снизить инфляцию до 2–3% в год, «как на Западе»; поддержание фактически стабильного номинального курса (и даже его укрепление) вместо его постепенной девальвации; слишком медленное накопление резервов, не предотвратившее повышение реального курса до предкризисного уровня 1998 г. Это повышение плохо по трем причинам: 1) резкие колебания реального курса дезориентируют хозяйственных агентов; 2) сырьевая ориентация России закрепляется, по мере того как отечественные производители становятся неконкурентоспособными; 3) долгосрочные темпы роста экономики подрываются.

Собственно говоря, очевидно, что укрепление рубля не может быть бесконечным: даже если цены на нефть не упадут, а просто перестанут расти, торговый баланс очень быстро придет в неравновесие. В номинальном выражении экспорт в последние годы рос быстрее импорта именно из-за повышения цен на энергоносители (рис. 4А). А вот в реальном выражении рост импорта, подстегиваемый укреплением реального курса рубля с 1999 г., намного обгоняет рост экспорта (рис. 4Б), так что очевидно, что даже простая стабилизация нефтяных цен сразу же ухудшит торговый баланс.



В последние годы (2006–2007 гг.) к активу по балансу текущих операций прибавилось и активное сальдо по балансу движения капитала (рис. 5), но, как уже говорилось, этот приток капитала непостоянен и скорее всего сменится оттоком, как только нефтяные цены упадут. Валютные резервы, таким образом, станут сокращаться, и снижение реального курса в конце концов станет неизбежным. А когда оно наконец произойдет, прибыльность нашего неэнергетического экспорта вновь повысится, и отрасли, производящие торгуемые товары, снова, как и после девальвации 1998 г., станут развиваться опережающими темпами в сравнении со сферой услуг и «нефтянкой». Нужны ли нам эти постоянные упражнения по перемещению ресурсов – труда и капитала – из машиностроения в торговлю и обратно? Надо ли перестраивать структуру национальной экономики каждый раз, как меняются нефтяные цены?

Вопросы, разумеется, риторические. Одна из важнейших функций государства – защита национальной экономики от воздействия внешних шоков; один из главных инструментов такой защиты – поддержание стабильного реального курса валюты. Нестабильность реального курса – показатель плохой политики, свидетельство того, что правительство недостаточно амортизирует воздействие мировой конъюнктуры на народное хозяйство, даже если валютные резервы велики. Ведь накапливать или нет страховой запас на «черный день» – вопрос, как говорится, вкуса. Но вот резкие колебания реального валютного курса не нужны ни при каких резервах – ни при больших, ни при малых.

## **КСТАТИ**

### **Три заповеди в отношении валютных резервов и валютного курса**

1. Если мы хотим избежать резкого снижения потребления, валютные резервы должны быть достаточными, чтобы пережить внешние шоки (падение сырьевых цен, отток капитала).
2. При любых внешних шоках желательно поддерживать стабильность реального валютного курса.
3. Реальный курс валюты должен быть не просто стабильным, но и не завышенным, а еще лучше – заниженным. Это позволяет избежать «голландской болезни» и стимулирует экспортно-ориентированный экономический рост.