

ВОСПОМИНАНИЯ О БУДУЩЕМ: ВТОРОЕ ИЗДАНИЕ ДРАМЫ «КРИЗИС 1998 ГОДА»

В.В. Попов, профессор Российской экономической школы, г. Москва

АНОТАЦИЯ

При падении цен на экспортируемые товары (внешнеторговый шок) и оттоке капитала (финансовый шок) можно восстановить равновесие платежного баланса двояким путем – через девальвацию национальной валюты и через ужесточение монетарной политики (сокращение валютных резервов, ведущее в падению темпов роста денежной массы, замедлению инфляции, повышению процентных ставок, снижению импорта, росту экспорта, замедлению оттока капитала). В работе доказывается, что первый путь – девальвация – ведет к снижению потребления, но позволяет поддержать производство, тогда как второй путь ведет как к падению выпуска (кризис), так и к снижению потребления.

ABSTRACT

For a country that faces the decline in prices for exported goods (negative terms of trade shock) and the outflow of capital (financial shock) there are two ways to restore the equilibrium of the balance of payments – (1) devaluation of the national currency and (2) tightening of the monetary policy without devaluation (decrease in foreign exchange reserves, slowdown of money supply growth, leading to lower inflation and higher interest rates, reduction of imports, expansion of exports, slowdown in the outflow of capital). It is argued that the first option – devaluation – leads to cuts in consumption, but allows to support production, whereas the second option is associated with the reduction of consumption as well as with the decline in output (recession).

Ключевые слова: валютный кризис, девальвация, Россия, 1998г, 2009г.

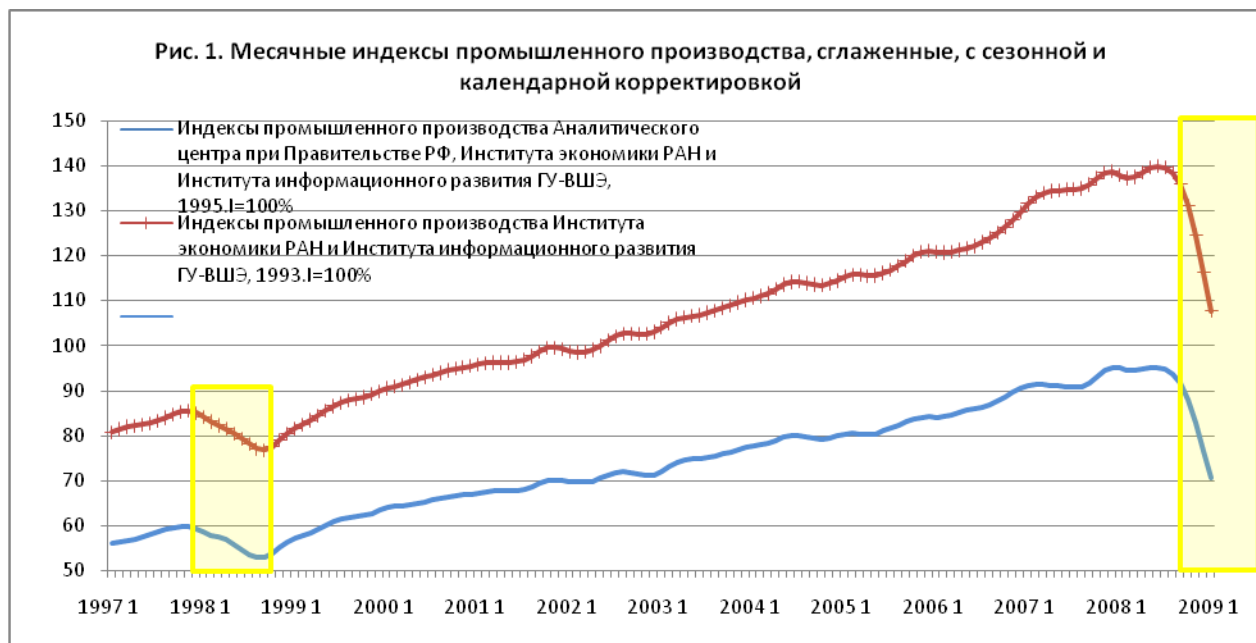
JEL Classification: F32 - Current Account Adjustment; F41 - Open Economy Macroeconomics; O24 - Trade Policy; Factor Movement Policy; O24 - Trade Policy; Factor Movement Policy; Foreign Exchange Policy

"Гегель как-то заметил: история повторяется дважды. Он забыл добавить - один раз в виде трагедии, другой раз - в виде фарса..." (К. Маркс. «18-е брюмера Луи Бонапарта»)

Мы все забыли и ничему не научились. ЦБ опять сделал «это». Мы второй раз наступаем на те же грабли. Так же как и в 1998 году, мы сначала вталкиваем экономику в экономический кризис, переживаем падение производства, и только потом, «под давлением обстоятельств», девальвируем рубль на величину, достаточную для восстановления роста производства.

Кризис, как и было сказано

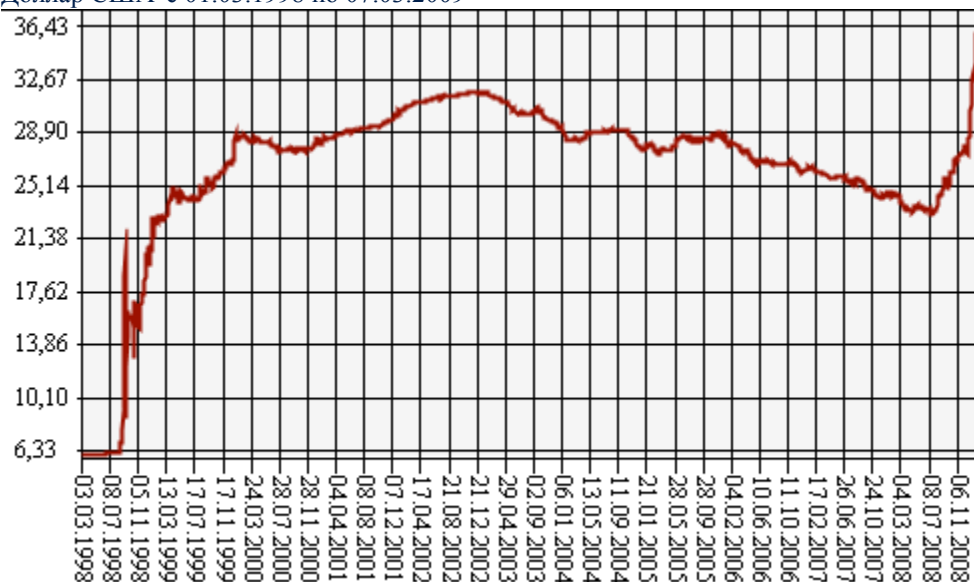
Мы уже вступили в экономический кризис – максимум промышленного производства был достигнут летом, в июне, а с тех пор производство неуклонно падает (рис. 1). Причина – не столько кризис мировой экономики, и даже не падение цен на энергоносители, а упорное нежелание правительства и ЦБ девальвировать рубль.



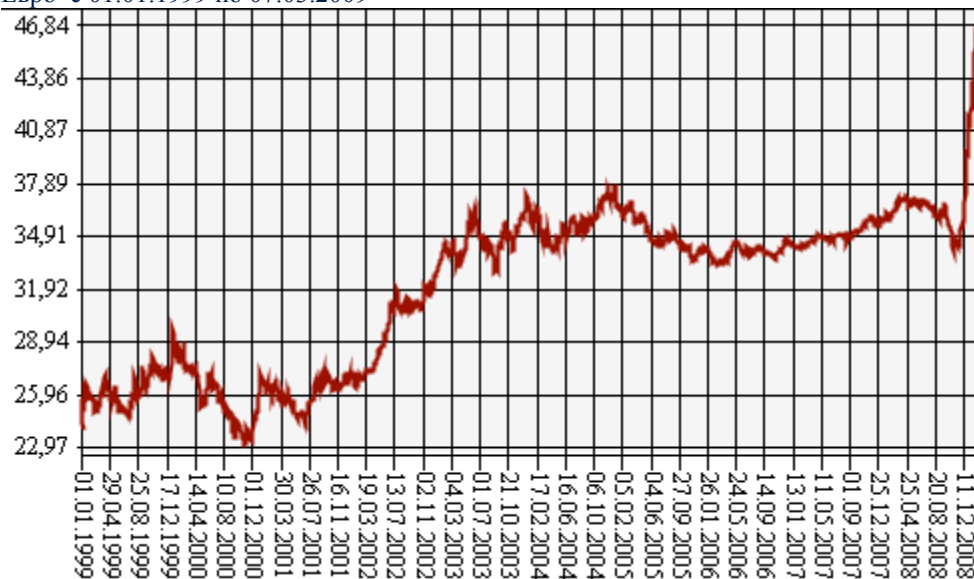
Собственно говоря, с июля 2008 года до начала марта 2009 года курс рубля упал по отношению к доллару с 23 до 36 рублей за доллар, а по отношению к евро– с 37 до 46, установив таким образом новые исторические рекорды – так дешево рубль еще никогда не стоил (рис. 2). Но этого все еще недостаточно, чтобы остановить падение резервов и денежной массы, рост процентных ставок и сокращение производства.

Рис. 2. Динамика курса доллара и евро в рублях

Доллар США с 01.03.1998 по 07.03.2009



Евро с 01.01.1999 по 07.03.2009

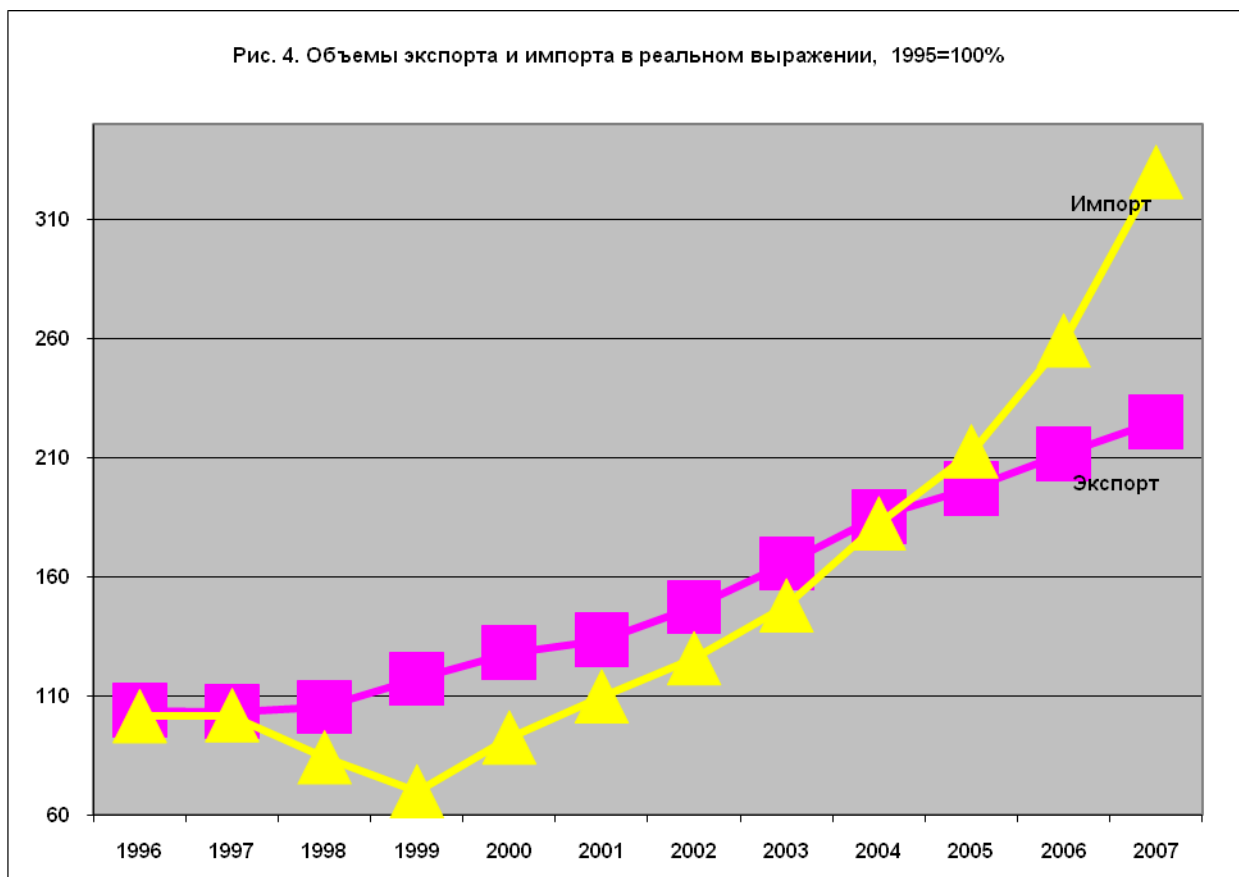


Курс рубля был сильно завышен даже и при высоких ценах на нефть и газ, которые держались до августа прошлого года. Многим экспертам тогда было ясно, что экономика тяжело больна «голландской болезнью», что такой завышенный курс невозможно поддерживать, даже если цены на энергоносители просто перестанут расти, не говоря уже об их падении. Ведь номинальный курс с конца 1998 года, хоть и колебался, но в итоге изменился незначительно, тогда как наши цены в 1999-2008гг. росли ежегодно *в среднем* почти на 16% и выросли к концу 2008г. 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 повысилось почти в три раза (рис. 3).



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 1999-2007гг. без малого в 5 раз! (рис. 4).



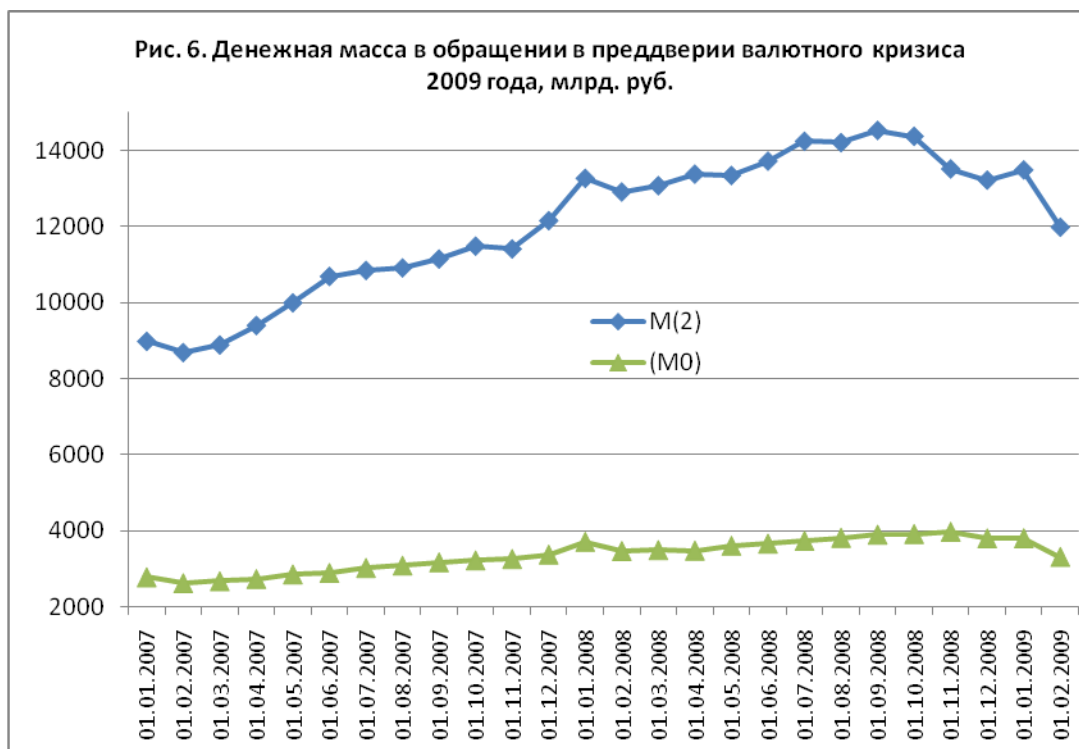
Повторюсь, даже если бы цены на нефть и газ сохранялись на очень высоком уровне, но просто перестали бы расти (ну, не могут же они расти вечно), курс рубля в долгосрочной перспективе удержать было бы невозможно: наша инфляция, нравится нам это или нет, выше, чем на Западе, и поэтому просто для поддержания 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,

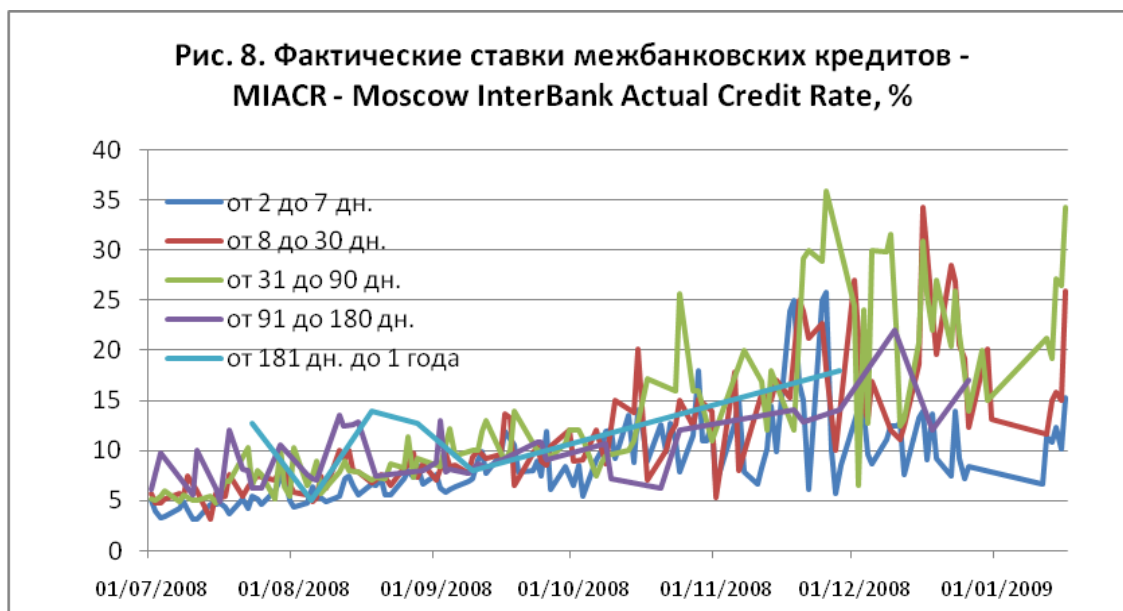
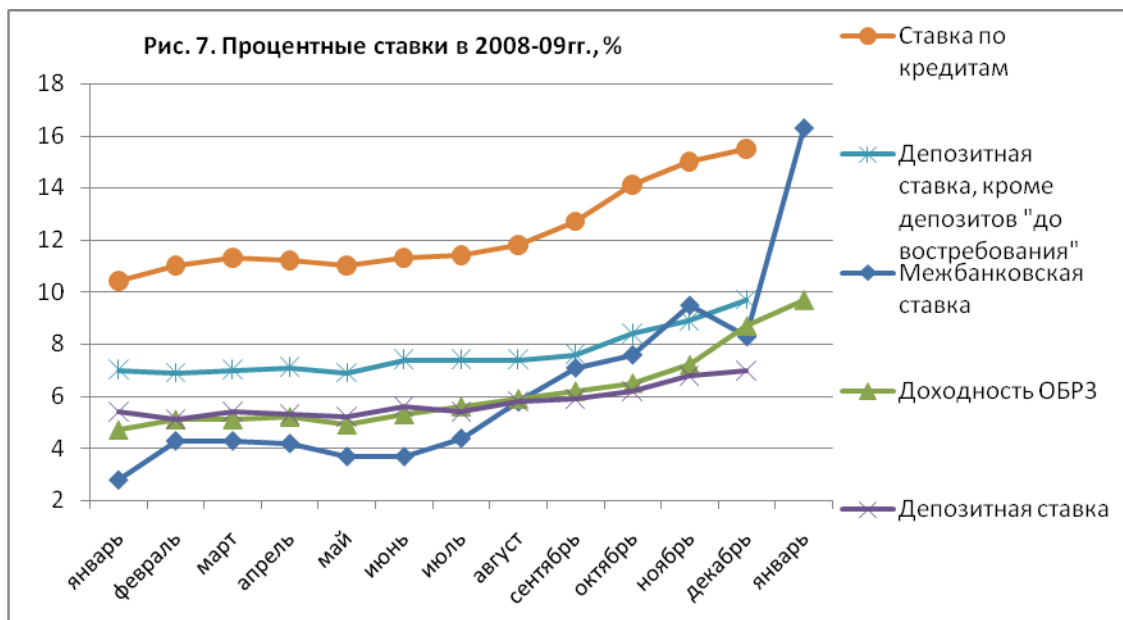
оказываются дефицитными, и после более или менее быстрого исчерпания валютных резервов все равно приходится девальвировать рубль.

А уж при падении цен на главные статьи нашего экспорта – нефть и газ, и массивном оттоке капитала девальвация, понятно, должна наступить еще быстрее. И, чем раньше, тем лучше, потому что снижение валютных резервов вызывает панику и ведет к еще большему сокращению резервов. За последние семь месяцев – с начала августа 2008г. по конец февраля 2009г. – резервы сократились более, чем на треть, с 598 до 384 млрд. долл. (рис. 5). При нынешних темпах сокращения их должно хватить еще примерно на год, но, скорее всего, и на год не хватит, так как из-за ожиданий девальвации процесс перевода в валюту всех свободных рублевых средств ускоряется.



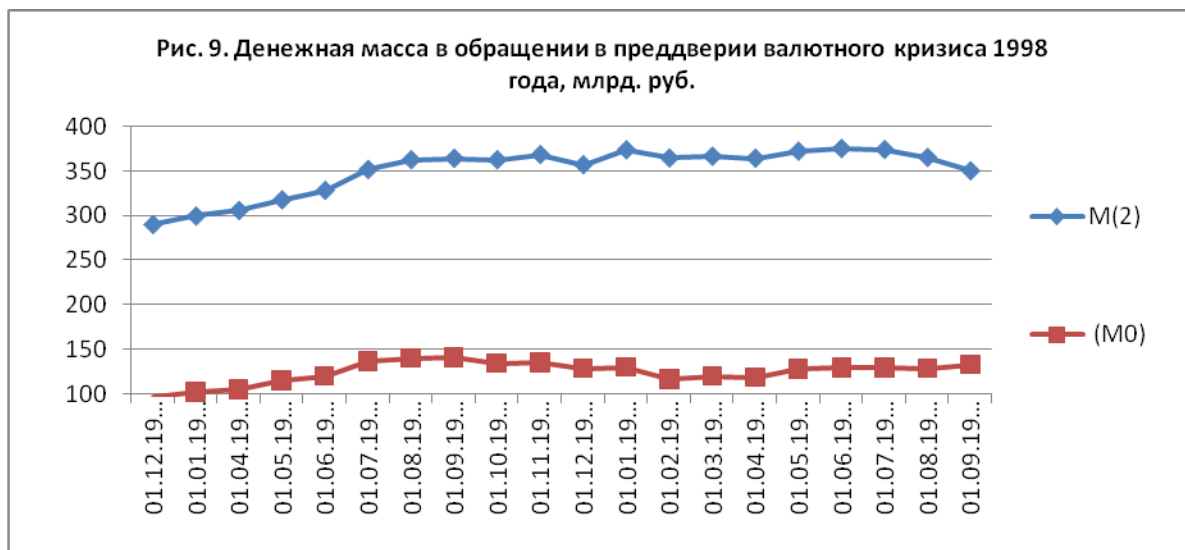
Поддержание курса рубля любой ценой, даже за счет подавления производства, похоже, стало главной задачей ЦБ и правительства. Несмотря на то, что экономика уже вошла в кризис, монетарная политика в последние месяцы ужесточилась, чтобы сдержать отток капитала и поддержать курс рубля: темпы роста денежной массы не просто замедлились, но и стали отрицательными (рис. 6), а процентные ставки по этой причине возросли (рис. 7-8). Собственно говоря, именно из-за ограничения роста денежной массы и повышения процентных ставок экономика и вошла в кризис с июля 2008 года. 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 года 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.



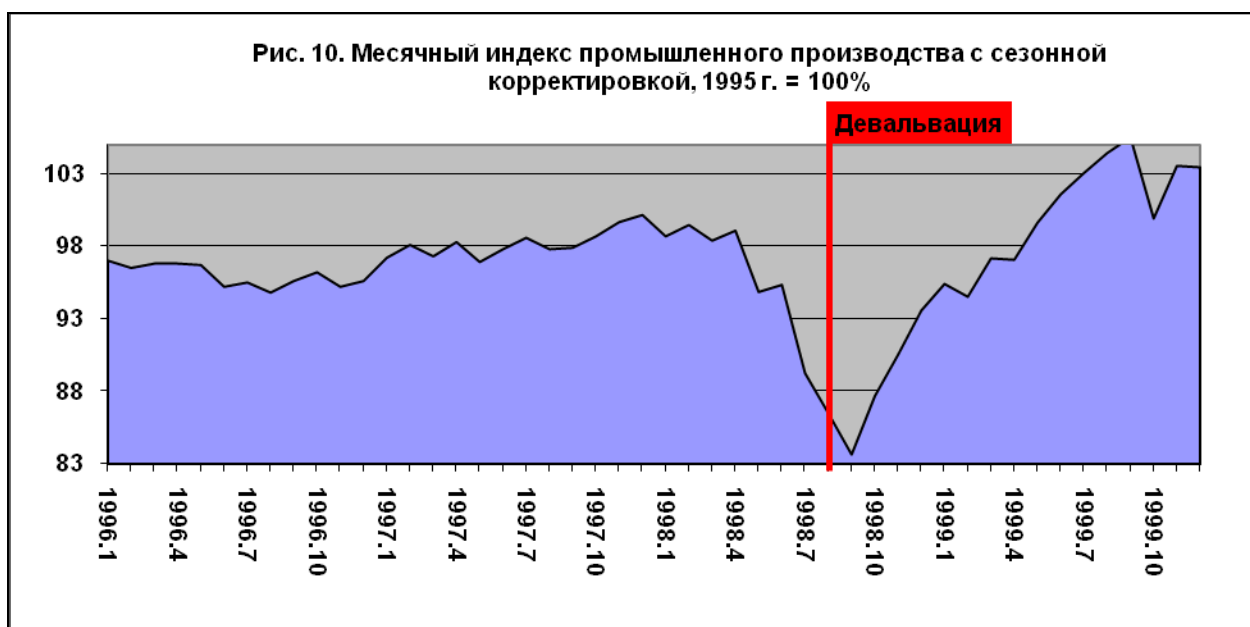


Это было в Аргентине и не так давно – у нас

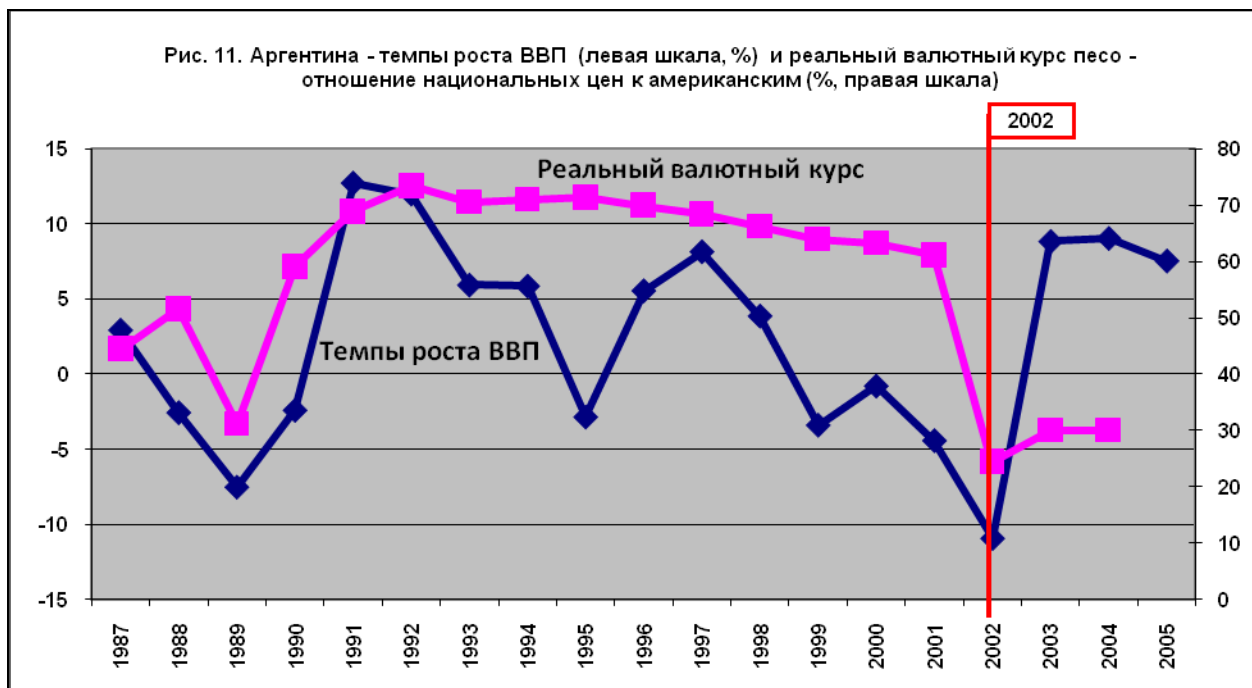
Как это похоже на наш кризис 1998 года! Ведь и тогда правительство и ЦБ с упорством, достойным лучшего применения, удерживали рубль от девальвации через монетарные рестрикции: денежная масса в обращении фактически перестала расти с конца 1997 года (рис. 9), а доходность ГКО зашкаливала аж за 100%.

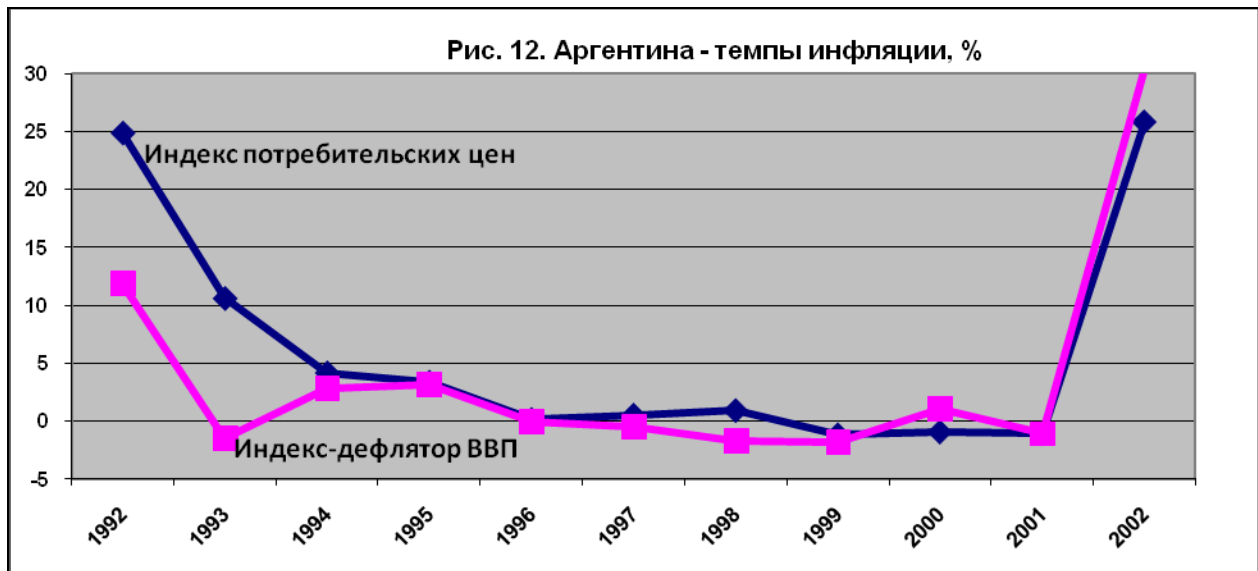


И тогда, в 1998 году, из-за монетарных рестрикций и завышенного курса, началось сокращение производства, что называется «на ровном месте» - без мирового кризиса и без падения цен на нефть. Фактически кризис был сфабрикован ужесточением монетарной политики во имя спасения рубля при оттоке капитала. И тогда рубль поддержать все равно не удалось, даже ценой сокращения промышленного производства на 15% с декабря 1997 года по сентябрь 1998 года (рис. 10). Стоило ли стараться?



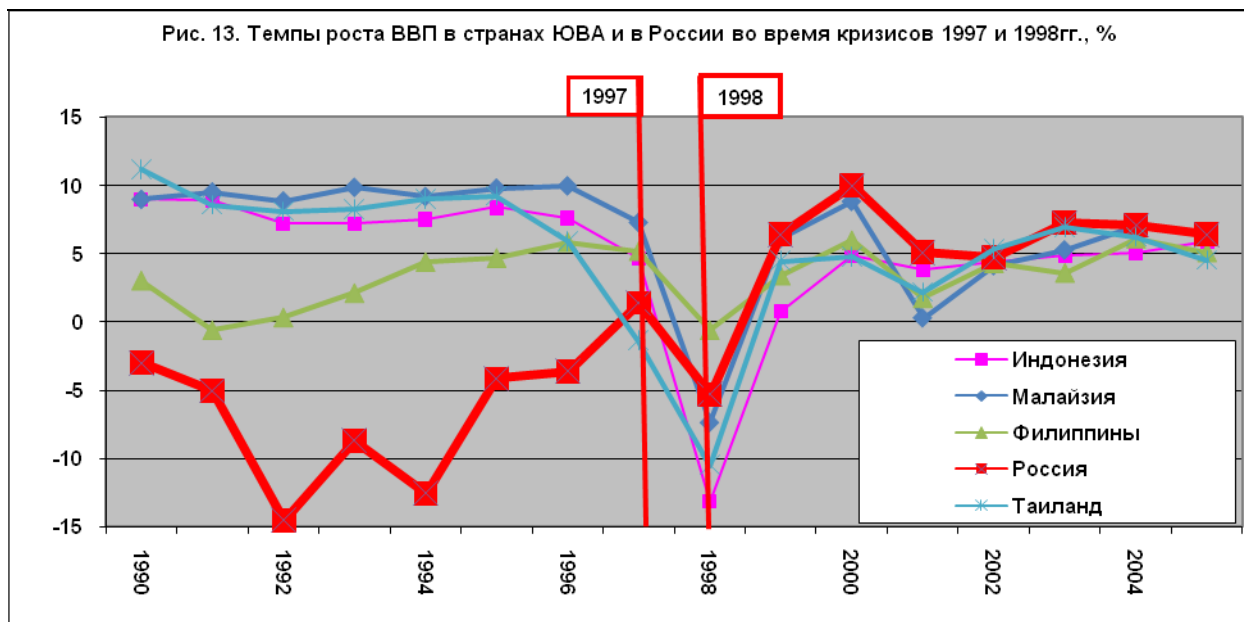
Как это похоже и на кризис в Аргентине в 1999-2002гг.! Там тоже поддерживали валютный курс (1 песо = 1 доллару) в рамках валютного управления, там тоже был отток капитала, что снизило резервы и денежную массу и должно было привести к снижению цен, так чтобы экспорт возрос, импорт снизился и платежный 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 3 года, стиснув зубы, пережили сокращение производства аж на 20% (рис. 11)... Не дождались, механизм так и не сработал: инфляция упала до нуля (рис. 12), но этого было недостаточно, чтобы восстановить конкурентоспособность аргентинских товаров; процентные ставки выросли, но недостаточно, чтобы остановить отток капитала. Можно было ждать и дальше, но сокращение денежной массы привело не только к снижению цен, но и к 20-процентному 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 года в России и до начала 2002 года в Аргентине) в основном *предшествовало* девальвации, в Восточной Азии падение производства произошло уже *после* девальваций национальных валют (рис. 13), 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 года – 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 валют¹.

¹ М. Монтес, В. Попов. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь». Теория и история валютных кризисов». М., Издательство «Дело» , 1999



Это похоже и на то, что сегодня происходит 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 года и к евро – с 2004 года) уже испытала самое резкое сокращение производства – темпы роста ВВП упали с 11-12% в 2006-07гг. до -10% в четвертом квартале 2008 года. И все потому, что Латвия при дефиците баланса по текущим операциям более 20% в 2006-07гг. не захотела девальвировать национальную валюту, когда столкнулась с оттоком капитала в 2008 году. Ее резервы сократились 6,6 млрд. долл в мае 2008 года до 3,4 млрд. в ноябре, а денежная масса в обращении в 2008 году упала на 10%. В Эстонии темпы роста ВВП тоже сократились с +10 в 2006г. до -10% в четвертом квартале 2008г.

Пол Кругман, один из лучших здравствующих экономистов и лауреат Нобелевской премии за 2008 год, в недавней статье в «Нью-Йорк таймс» сравнил Латвию с Аргентиной. «Похоже, история поторяется, - написал он, - первый раз как трагедия, второй раз как другая трагедия»²

² Krugman, P. "Latvia is the new Argentina (slightly wonkish)". NYT, December 23, 2008, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/12/23/latvia-is-the-new-argentina-slightly-wonkish/>

Последствия разной реакции восточноевропейских стран на отток капитала в 1998-99гг., после восточноазиатских валютных кризисов, тоже крайне показательны. Те из стран, которые девальвировали свои валюты, чтобы восстановить равновесие платежного баланса, испытали меньшее падение темпов роста, чем страны, упорно поддерживавшие завышенный курс (прибалтийские республики, Словакия, Чехия). 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.

Между плохим и худшим

Хороших вариантов политики на сегодня уже нет, остается выбирать между плохим и худшим. Хороший вариант был упущен даже не «вчера», а «позавчера» – в начале нынешнего десятилетия, когда еще можно было не допустить повышения реального курса рубля – либо путем еще более быстрого накопления валютных резервов, либо через целевое стимулирование импорта (скажем, машин и оборудования для структурной перестройки). Сегодня же издержек избежать уже не удастся.

Лучше всего девальвировать рубль как можно быстрее. Это приведет к сокращению потребления (как и августовская девальвация 1998 года), но по крайней мере позволит остановить сокращение денежной массы, рост процентных ставок и падение производства. Надо будет, конечно, помочь банкам и нефинансовым компаниям, которые накопили солидный внешний долг, так как девальвация увеличит их издержки по обслуживанию этого долга. Но сегодня резервы пока еще значительные, так что помочь валютным должникам еще возможно.

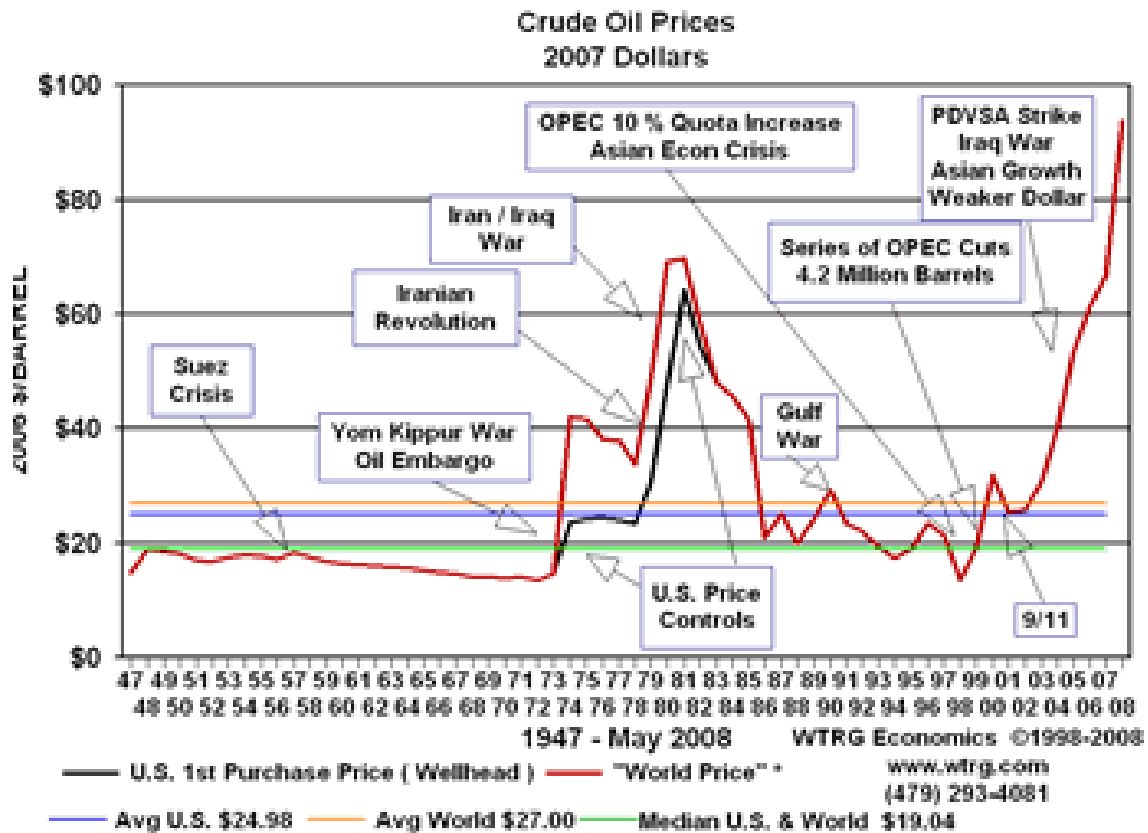
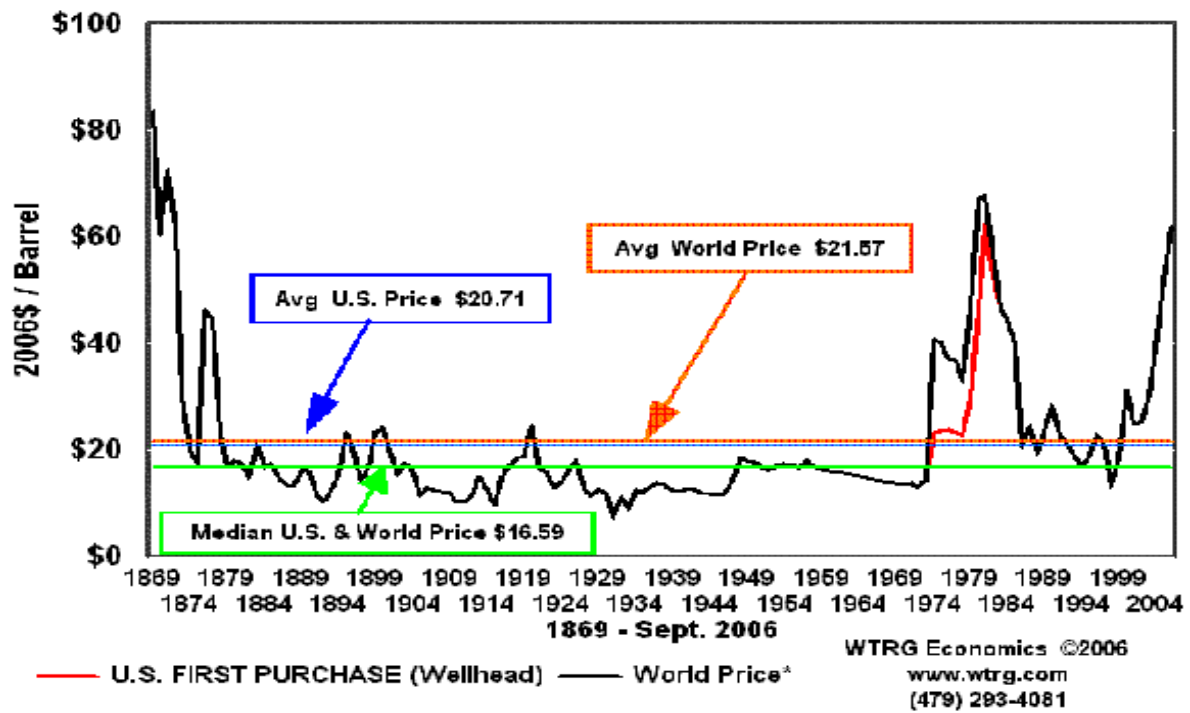
Хуже, если девальвация будет откладываться. Производство тогда будет падать, как и в 1998 году, импорт будет высоким, торговый баланс дефицитным, капитал будет утекать, что в конце концов за несколько месяцев приведет к истощению резервов, накопленных в течение 10 лет, и к девальвации. Потребление тогда все равно упадет, но не сразу, а только после падения производства. Получается, что мы искусственно усугубляем и продлеваем кризис, как в 1998 году, а потом, где-нибудь к середине 2009 года, в конце концов все равно выйдем на уровень курса, который вызовет и сокращение реальных доходов и потребления, и банкротство валютных должников.

Спасти нас от такого сценария может только резкое повышение цен на углеводороды. 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, 1999–2008 гг.) превышала этот средний уровень (рис. 14). Так или иначе, ставить на «авось» в государственной политике не положено.

Нынешнее падение производства, между тем, грозит оказаться сопоставимым по масштабам с трансформационным спадом начала 90-х годов: месячный индекс промышленного производства уже упал в январе 2009г. на 25% по сравнению с летом 2008г., к лету 2009г. такое падение может составить 50%, а ВВП в 2009г. может быть на 20% и больше ниже уровня 2008г. Монетарные рестрикции и поддержание рубля при такой перспективе противоречат всем учебникам экономики. Кстати, и финансовая политика оставляет желать лучшего: пакет стимулов в 5% от ВВП³ кажется мизерным в сравнении с американским (дефицит бюджета в 12% ВВП в 2009г.), хотя в США прогнозируемое падение производства чуть ли не на порядок меньше.

³ А. Кудрин. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию - *"Вопросы экономики"*, № 1, 2009, с. 24

Рис. 14. Нефтяные цены в постоянных долларах 2006 года, долларов за баррель



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, 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 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 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 1999-2008гг. 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 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 года.

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 – самый затратный: не поддерживать стабильные темпы роста денежной массы, а при стабильном курсе разрешать колебаниям 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. Так вот, сокращение объемов производства особенно значительно, если изменяется денежная масса (а за ней и цены), а не номинальный курс. В дополнение к структурной перестройке здесь происходит еще и общее снижение совокупного спроса и производства.

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-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.

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.

Сейчас, в начале 2009 года, уже ясно, что даже при кажущихся большими валютных резервах их недостаточно, чтобы пережить еще один год низких цен на нефть и газ. Так что приходится выбирать между третьим и четвертым вариантом, между плохим и худшим. Либо девальвация (и сокращение потребления) без кризиса (падения производства), либо сначала кризис, а потом девальвация.

*

*

*

Ошибки макроэкономической политики последних лет – упорное стремление снизить инфляцию до 2-3% в год, «как на Западе»; поддержание фактически стабильного *номинального* курса вместо его постепенной девальвации; слишком медленное накопление резервов, не предотвратившее повышение *реального* курса до уровня, выше августа 1998 года. 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 подрываются⁴.

Собственно говоря, и раньше было очевидно, что укрепление рубля не может быть бесконечным: даже если цены на нефть будут высокими, но просто не будут постоянно расти, торговый баланс очень быстро придет в неравновесие. В 2006–2007 гг. к активу по балансу текущих операций прибавлялось еще и активное сальдо по балансу движения капитала, но, как уже говорилось, этот приток капитала непостоянен и сменился оттоком в 2008г. при падении нефтяных цен. Валютные резервы, таким образом, стали сокращаться, и значительное снижение реального курса теперь только вопрос времени. Когда же 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.

⁴ В. Полтерович, В. Попов. Последняя надежда. – *Эксперт*, № 48, 22 декабря 2002г.; V. Polterovich, V. Popov. Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Economic Growth. – In: *Slavic Eurasia's Integration into the World Economy*. Ed. By S. Tabata and A. Iwashita. Slavic Research Center, Hokkaido University, Sapporo, 2004.