

## **ПОСЛЕДНЯЯ НАДЕЖДА: НИЗКИЙ КУРС РУБЛЯ ХОРОШ ДЛЯ ЭКОНОМИКИ, ЕСЛИ ОН ДОСТИГАЕТСЯ ЗА СЧЕТ НАКОПЛЕНИЯ РЕЗЕРВОВ**

**Виктор Полтерович\*, Владимир Попов\*\***

---

\*Академик РАН, председатель академического комитета Российской экономической школы

\*\*Доктор экономических наук, профессор Российской экономической школы

---

Упрямый и до сих пор мало исследованный экономистами факт состоит в том, что страны, ускоренно накапливающие золотовалютные резервы, растут быстрее других. Все десять развивающихся стран, которым удалось в 1960-2000 гг. добиться повышения ВВП на душу населения на 3% в год и больше, от Ботсваны до Малайзии, увеличили отношение резервов к ВВП за этот период на 10-20, а то и больше процентных пунктов. В последние три года быстро накапливает резервы и Россия: после августа 1998 года резервы Банка России по абсолютной величине выросли вчетверо, превысив 48 млрд. долларов, а в относительной оценке резервы выросли с менее 5% ВВП в среднем за 1993-99 гг. до 11,1% в 2000 году и более 14% ВВП сейчас.

Существует явная зависимость между темпами экономического роста и темпами накопления валютных резервов, независимо от того, как мерить резервы -- по отношению к ВВП или по отношению к импорту. Статистический анализ показывает, что это связь очень устойчива и сохраняется даже тогда, когда принимаются в расчет и другие традиционные факторы роста - доля инвестиций в ВВП, исходный уровень хозяйственного развития (ВВП на душу населения), темпы роста населения. При этом зависимость эта действует только для развивающихся стран, а в развитых, богатых странах не просматривается.

Накопление резервов ведет к снижению не только номинального, но и реального валютного курса в сравнении с равновесным, поскольку повышение цен на товары, не являющиеся предметом международной торговли, не поспевает за номинальным обесценением валюты. Периоду быстрого роста, как правило, предшествует значительная девальвация в реальном исчислении - скажем в Чили, единственной латиноамериканской стране, сумевшей увеличить ВВП на душу более чем на 3% в год в 1975-99 гг., реальный курс снизился в 1976-81 гг. в два раза. В Китае, рост которого в комментариях не нуждается, реальный курс юаня в период реформ практически непрерывно снижался и в 1988 г. был в четыре раза ниже, чем в 1975 г., а затем таким низким и оставался. В Шри Ланке и Индии, совсем недавно оседлавших конек роста, реальный курс упал вдвое в конце 70-х и в течение 80-х годов соответственно. Бывает, что после значительного понижения реального курса, впоследствии, в ходе быстрого экономического роста, он несколько возрастает, как это было в Чили в 1985-95 гг., оставаясь однако ниже

первоначального уровня. В целом "экономические скороходы" в течение длительного времени поддерживали заниженный валютный курс.

Россия начала свое независимое существование с очень низкого курса рубля – после дерегулирования цен и введения конвертируемости в 1992г. отношение российских цен к американским составило менее 10%, затем возросло до 70% накануне кризиса 1998г., упало до 25% сразу после кризиса и вновь возросло до 35-40% сегодня. По пересмотренным недавно данным Мирового банка (которыми мы и пользовались при сравнении разных стран) соотношение это значительно ниже, но тенденции его изменения те же – 14% в 1993г., 40% в 1996-97гг., 17% в 1999г. и около 25% сегодня.

Величина валютных резервов в разных странах мира варьируется необычайно: от менее 1% ВВП до более 100% ВВП (в среднем – 8% ВВП), причем в быстрорастущих странах, как правило, наблюдается рост соотношения «резервы/ВВП». В России это соотношение увеличилось с менее 5% до августовского кризиса до 15% сегодня – очень значительный рост за несколько лет.

Другими словами, государство в лице центрального банка может влиять на номинальный валютный курс через политику накопления резервов. Может ли оно влиять на *реальный* курс (номинальный, скорректированный на рост цен) и, если да, то какие последствия это имеет для динамики производства? Рассмотрим сначала полностью рыночный курс в условиях равновесия.

### **Валютный курс при «чистом плавании»**

В развивающихся странах курс валюты обычно значительно ниже паритета покупательной способности (ППС), который исчисляется как среднее соотношение цен товаров в двух странах. Скажем, в Китае на 2 юаня можно купить примерно столько же, сколько в США на 1 доллар, так что курс по ППС – 2 юаня = 1 доллару. Фактический же рыночный курс – 8,3 юаня = 1 доллару. Отношение же фактического курса к ППС, если курс исчисляется по отношению к доллару, показывает насколько высоки национальные цены в сравнении с американскими. В Китае внутренние цены составляют менее 25% от американского уровня ( $2:8,3=0,24$ ), у нас – 40-50%. В целом, чем беднее страна, тем ниже отношение фактического курса к ППС, или, что то же самое, тем она дешевле в смысле соотношения с американскими ценами, переведенными по рыночному курсу в национальную валюту. В основном национальный уровень цен в развивающихся странах ниже за счет дешевизны non-tradables, так как различия в ценах на tradables ограничены высотой торговых барьеров и транспортными издержками.

Почему же non-tradables стоят дешевле в более бедных странах? Причин много и исследований на эту тему хватает. Есть эффект Балассы-Самуэльсона: производительность в секторе 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 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-tradable будут ниже в сравнении с Америкой. А есть эффект Бхагвати-Крейвиса-Липси: даже при одинаковой эффективности в tradables и non-tradables, если только производство non-tradables (услуги) более трудоемко, стоять они будут меньше, так как труд дешев. А есть и более прозаические соображения – во многих развивающихся странах практикуется контроль над ценами на образование, здравоохранение, жилье, энергию и прочие non-tradables, так что цены на них искусственно поддерживаются на низком уровне. Кроме того, в развивающихся странах преступность выше, а вода грязнее, так что такое же по качеству жилье там должно стоить дешевле, чем на берегу Женевского озера. По схожим причинам из некоторых развивающихся стран идет массивная утечка капитала – спрос на иностранную валюту поэтому оказывается выше предложения, а чтобы их уравнять курс должен снизиться так, чтобы обеспечить актив (ограничить дефицит) в торговле товарами и услугами (по балансу текущих операций).

В общем для каждой страны есть свой равновесный (то есть уравнивающий платежный баланс без всякого изменения валютных резервов) курс валюты, причем в большинстве случаев для развивающихся стран он не превышает 50% от ППС. Исключения – ресурсные экономики, пораженные «голландской болезнью»: из-за высокой прибыльности экспорта сырья нехватки валюты не возникает, так что курс валюты можно держать и на таком уровне, при котором национальные цены не сильно ниже американских, так что несырьевой экспорт невыгоден и сходит на нет.

### **Завышенный курс**

Допустим теперь, что страна поддерживает курс валюты выше равновесного. Скажем, курс привязывается к высоконадежной валюте – доллару, как это было в России в 1995-98гг., или в Аргентине в 90-е годы, или в Эстонии – до сих пор. Допустим даже, что в начале привязки курс не завышен, а соответствует равновесному, то есть обеспечивает балансировку внешнеэкономических расчетов без всякого изменения резервов. Но ведь обстоятельства меняются – может произойти шок в виде ухудшения условий торговли, могут вырасти внутренние цены по инерции, поскольку они не слишком эластичны, и поскольку замедление их роста грозит неплатежами и даже падением производства. Тогда власти могут девальвировать валюту, пытаясь противодействовать шоку, а могут ничего не делать, полагаясь на автоматические механизмы: ждать, пока ухудшение торгового баланса приведет к снижению резервов, что в свою очередь вызовет снижение (замедление темпов роста) денежной массы, что в свою очередь приведет к повышению процентных ставок и увеличению притока капитала и к снижению цен и/или производства и падению импорта.

По последнему сценарию развивались события у нас в 1995-98гг. Номинальный курс был фиксирован, а внутренние цены продолжали расти, так что к началу

1996г. российские цены поднялись до 70% американского уровня. ЦБ и правительство тогда с упорством, достойным лучшего применения, поддерживали ставший завышенным курс рубля несмотря ни на что – ни на повышение цены заимствований до 150% годовых, ни на падение производства на 15% (сокращение месячного выпуска в промышленности с конца 1997г. по август 1998г.). К счастью, возможности такой поддержки были не безграничны – резервы все равно кончились и пришлось девальвировать рубль. Кризис произошел из-за несостоятельности государственной политики, а не из-за несостоятельности рынка. Рынок-то как раз сработал и в конце концов исправил просчеты государства. В этом, кстати сказать, принципиальное отличие российского кризиса от азиатского – у нас производство падало до валютного кризиса, когда был завышен курс, а у них – курсы валют завышены не были, так что производство до кризиса не падало, а упало после кризиса по другим причинам.

### **Заниженный курс**

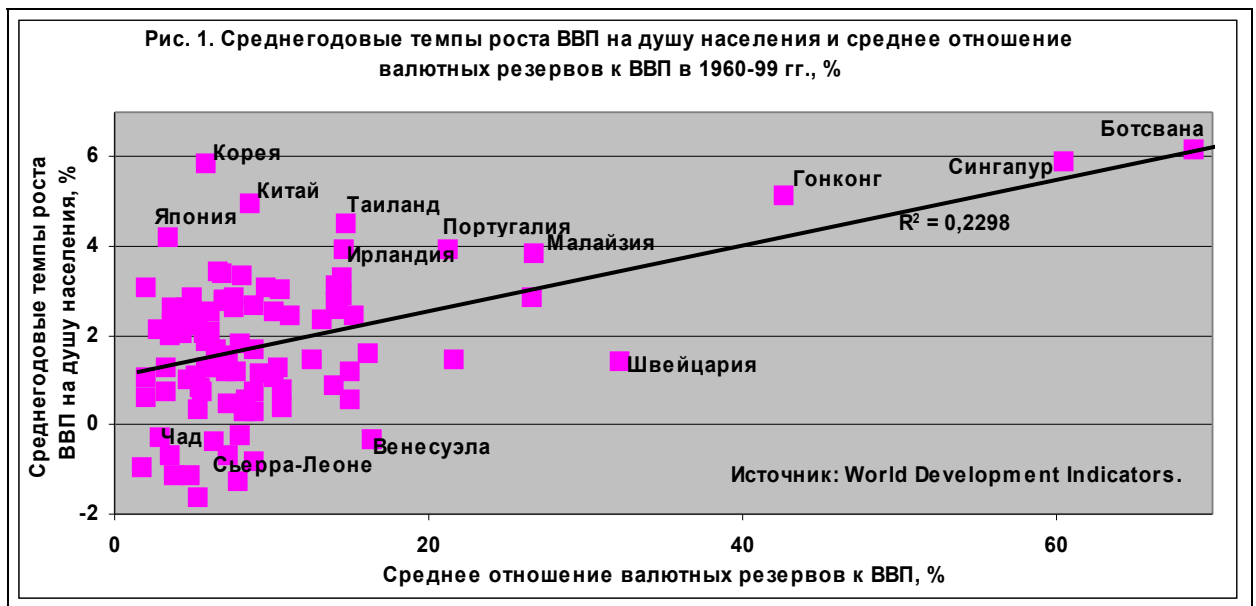
Представим теперь, что власти накапливают резервы – покупают иностранную валюту за национальную и, таким образом, сознательно занижают валютный курс в сравнении с равновесным. Такая политика, конечно, имеет свои издержки – накопление резервов надо финансировать либо за счет дополнительных налогов, либо за счет эмиссии (инфляционный налог), либо за счет увеличения госдолга. Накопление резервов государством аналогично накоплению резервов домохозяйствами и фирмами – надо производить больше, чем потребляешь, откладывая «про запас» за счет ограничения текущего потребления.

Но есть и плюсы, которые могут перевешивать минусы, даже если предположить, что накопленные резервы впоследствии выбрасываются – никак не используются. Заниженный валютный курс ведет к ограничению относительной (реальной) зарплаты и цен на non-tradables и тем самым стимулирует прибыльность, инвестиции и рост. Собственно говоря, основой российского роста в 1999-2002гг. было именно послекризисное снижение издержек – реальной зарплаты и относительных цен на non-tradables, включая и тарифы на продукцию естественных монополий. Могут сказать, что проще было бы снизить зарплату и эти тарифы непосредственно, дополнительными налогами и прямыми декретами правительства. Может быть, и проще, но политически нереально. Даже если удалось бы ввести и собрать эти дополнительные налоги, встала бы проблема распределения полученных средств среди производителей, а на стадии распределения у нас известно, что случается. А занижение курса передает эти средства производителям автоматически, причем больше всего выигрывают самые лучшие и конкурентоспособные, экспортирующие свою продукцию.

Поэтому и утверждение, что накопление резервов вредит росту, так же как и утечка капитала, не вполне верно. Да, аналогия с вывозом капитала есть – и накопление резервов, и отток капитала означает изъятие средств из национальной экономики. Но отток капитала это симптом, следствие плохого инвестиционного климата, а

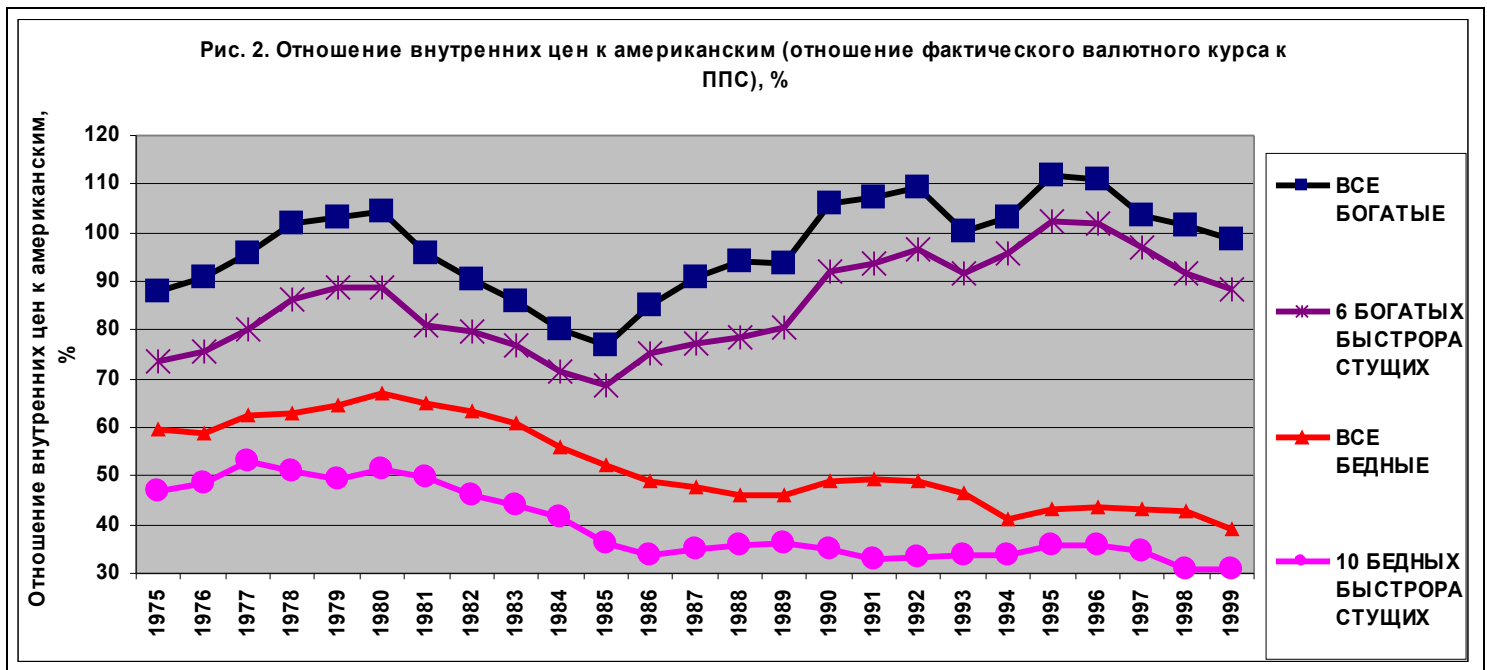
накопление резервов – это сознательная попытка этот климат исправить путем повышения прибыльности и ускорения роста. Утекающий капитал может и не вернуться никогда, а накопленные резервы всегда остаются в собственности страны и могут быть использованы при необходимости. Если бы вы были инвестором, то в какую страну вы бы вкладывали деньги при прочих равных – из которой рекой утекает капитал или которая ускоренно накапливает резервы?

Существуют, как нам кажется, довольно убедительные эмпирические доказательства того, что страны, ускоренно накапливающие резервы, растут быстрее других. Все 10 развивающихся стран, которым удалось в 1960-2000 гг. добиться повышения ВВП на душу населения на 3% в год и больше, от Ботсваны до Малайзии, увеличили отношение резервов к ВВП за этот период на 10-20 и больше процентных пунктов. Как видно на рис. 1, есть явная зависимость между темпами экономического роста и темпами накопления валютных резервов, независимо от того, как мерить резервы – по отношению к ВВП или по отношению к импорту. Статистический анализ показывает, что это связь очень устойчива и сохраняется даже тогда, когда принимаются в расчет и другие традиционные факторы роста – доля инвестиций в ВВП, исходный уровень хозяйственного развития (ВВП на душу населения), темпы роста населения. Причем зависимость эта действует только для развивающихся стран, а в развитых, богатых странах не просматривается.



Реальный курс валюты, как уже говорилось, зависит от многих факторов, но для быстрорастущих развивающихся экономик, накапливающих резервы, этот курс занижен в сравнении с равновесным. Периоду быстрого роста, как правило, предшествует значительная девальвация в реальном исчислении – скажем в Чили, единственной латиноамериканской стране, сумевшей увеличить ВВП на душу

более чем на 3% в год в 1975-99гг., реальный курс снизился в 1976-81гг. в два раза и затем сохранялся на этом уровне; в Китае, рост которого в комментариях не нуждается, реальный курс юаня в период реформ практически непрерывно снижался и в 1988г. был в 4 раза ниже, чем в 1975г., а затем таким низким и оставался; в Шри Ланке и Индии, совсем недавно оседлавших конек роста, реальный курс упал вдвое в конце 70-х и в течение 80-х годов соответственно (рис. 2).



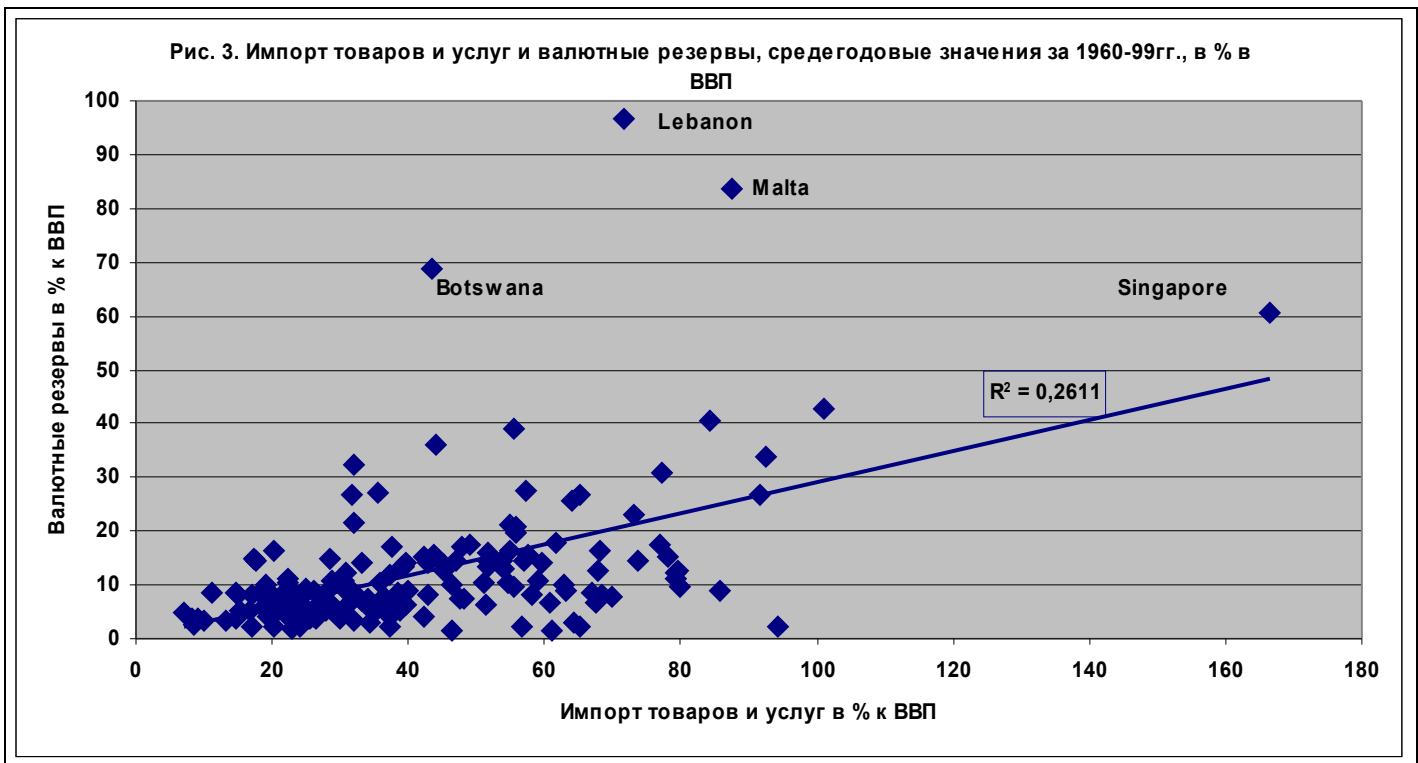
Отношение внутренних цен к американским для 10 развивающихся стран-чемпионов роста (Ботсвана, Египет, Китай, Маврикий, Малайзия, Индия, Индонезия, Таиланд, Чили, Шри Ланка) в 1975-99гг. было значительно ниже, чем для остальных (рис.2), причем отнюдь не по причине их бедности (чем ниже ВВП на душу, тем, как правило, «дешевле» страна, но быстрорастущие развивающиеся страны отнюдь не самые бедные). Реальный курс в этих десяти наиболее динамичных странах в последние 25 лет падал в среднем так же быстро, как и во всех развивающихся странах, хотя из-за упомянутого выше эффекта Балассы-Самуэльсона в быстрорастущих экономиках реальный курс должен повышаться быстрее (падать медленнее), чем в стагнирующих. «Экономические скороходы», другими словами, поддерживали заниженный против равновесного валютный курс.

### Почему накопление резервов стимулирует рост?

Действительно, почему? Может быть, в быстрорастущих странах и валютные резервы накапливаются быстрее? Ветер дует потому что деревья качаются, или наоборот? Собственно говоря, зачем стране валютные резервы и сколько надо их

иметь? Существующая теория опирается в основном на здравый смысл – считается, что резервы зависят от масштабов экономики, от объема внешней торговли, от нестабильности (волатильности) внешней торговли, от интенсивности капитальных потоков и от разницы между национальными и мировыми процентными ставками. Иначе говоря, резервы должны быть едва достаточны для сальдирования платежного баланса без резкого изменения курса; больше не нужно, так как это дорого обходится – резервы, как и любой запас, могут быть созданы лишь за счет отвлечения средств и вкладываются в самые надежные мировые бумаги, процент по которым обычно значительно ниже национального.

Мы попытались объяснить резервы с помощью всех перечисленных и других факторов (уровень ВВП на душу, размеры платежей по обслуживанию долга, сам долг – краткосрочный и долгосрочный – в процентах к ВВП, капитальные потоки, относительные размеры и волатильность внешней торговли, сальдо баланса по текущим операциям, разница в мировых и национальных процентных ставках), но хорошего объяснения не получилось; оказалось, что резервы устойчиво зависят только от одного показателя – объема внешней торговли. Больше торговля – больше резервы. Как видно на рис. 3, большие страны, менее вовлеченные во внешнюю торговлю, чаще всего, хотя и далеко не всегда, имеют меньше резервов относительно ВВП, чем малые. Однако даже после коррекции резервов на разные объемы внешней торговли, межстрановые различия остаются огромными. С чем это связано? Почему у Ботсваны валютных резервов хватает для поддержания импорта в течение 24 месяцев, а у схожей по размерам внешней торговли Ямайки (40-50% ВВП по ППС) не хватит и на 2 месяца?



Ответ, видимо, состоит в том, что эти межстрановые различия связаны с разной *политикой* – некоторые страны склонны накапливать резервы больше, чем остальные. В целом отношение резервов к ВВП в мире за последние 40 лет сильно колебалось из-за изменения цены на золото и составляет сейчас 6-7% - чуть больше, чем в 1960г. Однако, если исключить золото, доля которого в резервах сократилась сегодня до 10% (только в США эта доля находится на уровне 50%), то прослеживается известная тенденция к росту – с 2% в 60-е годы, когда еще существовала бреттонвудская система твердых валютных паритетов, до 4% в 70-80-е годы, когда преобладали плавающие курсы, и до 6% в 90-е годы, когда резко выросли масштабы международного движения капитала.

Только 12 стран увеличили резервы больше, чем на 15 процентных пунктов ВВП в 1960-99гг. – среди них всем известные чемпионы роста (Ботсвана, Китай, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Филиппины, Чили) и некоторые другие страны, страдающие от войн и политической нестабильности (Гайана, Гондурас, Израиль, Никарагуа). В этих странах, равно как и в других – с менее значительным, но все же сильно опережающим рост внешней торговли накоплением резервов, - ускоренное увеличение валютных запасов объяснялось именно и главным образом сознательной или бессознательной политикой, так как в принципе, с чисто технической точки зрения, центральный банк может накапливать резервы без всяких ограничений. Издержками такой политики могут быть ускорение инфляции (если центробанк покупает валюту за счет выпуска денег в оборот), увеличение госдолга (если центробанк финансирует закупку валюты через продажу гособлигаций) и необходимость поддерживать профицит бюджета (если государство эти облигации тут же выкупает). Так вот фактические данные не свидетельствуют о том, что в странах с ускоренным накоплением резервов инфляция была выше или госдолг рос быстрее, однако профицит бюджета там действительно был.

Кто же прав? Стоит ли ускоренно накапливать резервы или издержки такой политики больше выгод? И почему в одних странах такая политика приводит к ускорению роста, а в других нет?

### **Механизмы и стадии роста**

Наш анализ всей доступной статистики (около 50 стран в период 1960-99гг. и около 100 в 1975-99гг.) позволяет выделить, как минимум, три механизма стимулирования роста через накопление резервов, причем получается, что действуют эти механизмы сначала последовательно, а потом одновременно.

На первой стадии занижение курса через накопление резервов ведет к снижению относительной зарплаты и относительных цен на non-tradables – так как это было в России после августовского кризиса 1998г. Поскольку номинальные заработки и цены non-tradables отстают от повышения цен на tradables в результате девальвации, повышается прибыльность и создается потенциал роста. Такой



механизм должен сработать в любой стране – и развитой, и развивающейся, беда только в том, что он недолговечен. Через некоторое время более высокая прибыльность трансформируется в расширение производства и инвестиций, что ведет к росту спроса на труд и non-tradables и повышению относительных цен на них, что подрывает прибыльность и возвращает экономику к додевальвационным темпам роста.

Если политика накопления резервов продолжается, то экономические агенты к ней привыкают и вносят поправки в свои ожидания, так что все возвращается на круги своя. Если же такие толчки, или своего рода «форсажи», повторяются периодически и неожиданно, то они могут, видимо, даже поднять темпы роста в долгосрочной перспективе, однако имеют тот недостаток, что вносят дополнительную неопределенность в изменение ценовых пропорций, что в общем вредно для роста. Так или иначе, похоже, в среднесрочной плане такая политика и в самом деле работает – в странах, ускоренно накапливающих резервы, доля инвестиций в ВВП выше.

На втором этапе включается другой механизм, повышающий отдачу от этих инвестиций, – накопление резервов занижает валютный курс и стимулирует экспортно-ориентированный рост, который позволяет получить выгоды от равнения производителей на мировой, а не национальный рынок. Собственно говоря, любое укрепление связи с мировым рынком – и через импорт, и через экспорт – дает внешнеторговую экстерналию, выигрыш от международной специализации, причем выигрыш всего общества больше, чем суммарный выигрыш фирм и потребителей, так что частный сектор без поддержки государства не может уловить весь выигрыш и при прочих равных условиях будет вовлекаться в международную торговлю менее быстро, чем это диктуется полной величиной общественного выигрыша.

Здесь, однако, предполагается, что экспортная экстерналия больше импортной, что, иначе говоря, развивающаяся экономика больше выигрывает от облегчения доступа национальным производителям на мировой рынок (через девальвацию), чем от удешевления импорта из-за ревальвации. Ведь девальвация предоставляет выигрыш всем производителям, а при ревальвации – часть выигрыша достается потребителям (удешевление импорта потребительских благ), и только часть – фирмам (удешевление импорта оборудования). Возможно, для модернизации производства и подтягивания технологии до уровня западных стран выигрыш для производителей полезнее, чем выигрыш для потребителей, при том, конечно, условии, что производители ориентируются на международные, а не на национальные стандарты. Именно об этом, видимо, свидетельствует успех политики экспортно-ориентированного роста и проблемы с импортзамещающей моделью развития. И еще – для развитых стран экспортная экстерналия значительно меньше, если вообще существует, так как они уже находятся на переднем крае технологии.

Наконец, на третьем этапе накопление резервов позволяет привлечь иностранные прямые инвестиции – наверное, как потому, что заниженность курса удешевляет национальные активы в долларовом исчислении, так и потому, что инвесторы воспринимают устойчивую способность властей накапливать резервы как сигнал, свидетельствующий о силе правительства и серьезности его намерений. Так или иначе, существует очень сильная связь между накоплением резервов в предшествующие 10-20 лет и притоком иностранных прямых инвестиций (рис. 7). Китаю удалось запустить этот механизм привлечения осязаемых объемов иностранных прямых инвестиций только с начала 90-х годов, через 15 лет после начала экономических реформ и провозглашения политики открытых дверей, а до этого, несмотря на быстрый экономический рост и накопление резервов, инвестиции исчислялись только несколькими миллиардами долларов, как сейчас в России, а не десятками миллиардов ежегодно, как с середины 90-х годов.

На третьем этапе, когда начинается масштабный приток прямых инвестиций из-за границы, резервы начинают расти и по этой причине, так что возникает соблазн допустить некоторое повышение курса, потратив резервы на что-нибудь полезное. Многие страны не устояли против такого соблазна, но Китай, надо сказать, как раз устоял, поддерживая реальный курс в 90-е годы на уровне 20-25% от ППС и даже проведя 30-процентную девальвацию юаня в 1994г. в ответ на ускорение инфляции и ухудшение торгового баланса.

Если страна, как Китай, продолжает политику накопления резервов и после третьего этапа, то, видимо, все три механизма работают кумулятивно, усиливая действие друг друга. Рост высокий, торговый баланс активный, капитал притекает, резервы накапливаются, экспорт увеличивается за счет создания иностранных предприятий, ориентированных на вывоз продукции – все одно к одному, так хорошо, как, кажется, и не бывает, можно и Запад догнать. Тем не менее, факт остается фактом, именно так (с известными вариациями, разумеется) развивались события в Японии, Корее, на Тайване, в Гонконге и Сингапуре – в пяти странах, которые в прошлом веке сумели превратиться из развивающихся в развитые. Теперь уже они не поддерживают заниженный курс.

\* \*  
\*

Итак, для развитых стран накопление резервов отнюдь не сулит тех выгод, которые могут получить развивающиеся страны. Для последних, однако, выгоды от наращивания резервов благодаря экспортной экстерналии и возможности получать технологию через приток иностранных инвестиций, похоже, огромны. Да, накопление резервов не является ни необходимым, ни достаточным условием роста: может быть в стране 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.

Россия, серьезно поднакопившая валютные резервы после кризиса 1998г., пока что пребывает в самом начале пути – на первой стадии. Чтобы получить дивиденды от второй и третьей стадии, нужна последовательность. Сможем ли мы перейти ко второй и третьей? Или же, как только цены на нефть понизятся, мы станем тратить резервы и ревальвируем реальный курс, чтобы поддержать импорт, обесценив сделанные в последние 4 года вложения в политику, уже начавшую приносить выгоды и сулящую еще большие выгоды в будущем?