

## **ГЛАВА 6**

### **МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА ДЛЯ МОДЕРНИЗАЦИИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ**

В данной главе анализируются важнейшие просчеты макроэкономической политики последних двух десятилетий – снижение государственных расходов в % к ВВП, завышение валютного курса («голландская болезнь») и его чрезмерные колебания, излишняя ориентированность монерарной политики на подавление инфляции и недостаточное ее использование для снижения остроты кризисов (1998, 2008 – 2009 гг), снятие контроля над движением капитала и непротиводействие росту внешнего долга компаний и банков. Такая макроэкономическая политика препятствовала росту инвестиций и модернизации. Ее скорейшее изменение – необходимое, но не достаточное условие успешной модернизации. Новая макроэкономическая политика должна быть дополнена по возможности неселективными мерами промышленной политики: государственными инвестициями в инфраструктуру – транспортную, энергетическую, научную, коммуникационную, информационную, социальную; частно-государственными партнерствами в приоритетных отраслях, постепенным подтягиванием внутренних цен на топливо и энергию до мирового уровня (для сокращения энергоемкости) с одновременным увеличением налогообложения сырьевого сектора и снижением валютного курса.

#### **6.1. ГОСРАСХОДЫ, ГОСДОХОДЫ И ДЕФИЦИТ**

В период благоприятной мирохозяйственной конъюнктуры 2000 – 2008 гг. был явно упущен шанс увеличить госрасходы на укрепление институтов и модернизацию экономики.

Как слабость госинститутов – неспособность государства предоставлять в нужном объеме общественные блага (образование, здравоохранение, правопорядок и т. д.), так и отсутствие господдержки для модернизации экономики были как раз самым слабым звеном в цепочке рыночных реформ с 1992 г. Развал 90-х был вызван в основном именно несостоятельностью государства (government failure), а не несостоятельностью рынка (market failure).

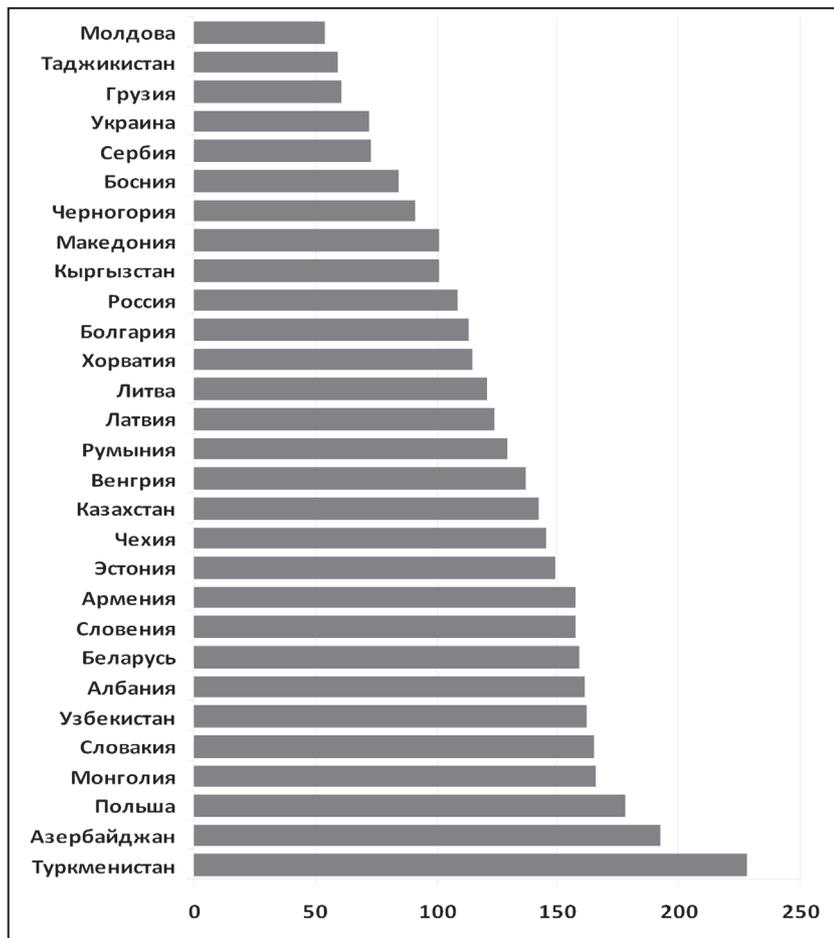


Рис. 6.1. ВВП в 2008 г. в % к уровню 1989 г.

Источник: Transition Report, 2008. EBRD, London, 2008, p.

Казалось, высокие цены на нефть и газ в нынешнем десятилетии позволят исправить положение, но этого не произошло. Госрасходы в % к ВВП почти не возросли, так как государство предпочитало снижать налоги, отдавая растущие нефтегазовые доходы частному сектору и потребителям. В конце концов, они ушли в личное потребление и в прирост валютных резервов, а не на инвестиции и не на предоставление нужных общественных благ.

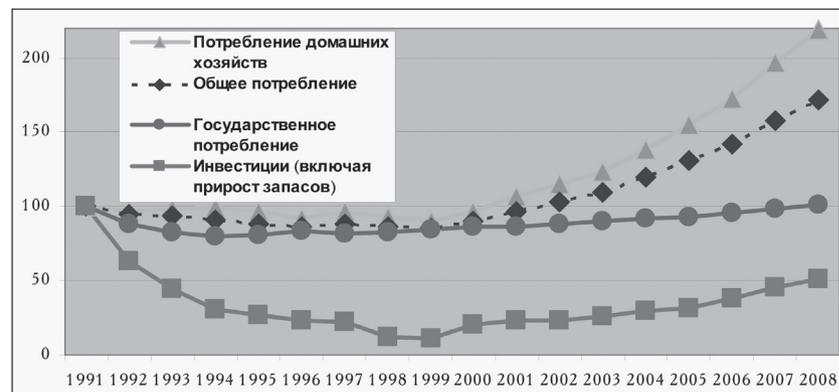


Рис. 6.2. Инвестиции, потребление домашних хозяйств и государственные закупки товаров и услуг (государственное потребление) в постоянных ценах

Источник: Госкомстат

В целом ВВП упал с 1989 г. по 1998 г. на 45%, а затем восстановился до прежнего уровня только к 2008 г., как раз накануне нового кризиса (рис. 6.1). Однако если личное потребление достигло уровня 1991 г. уже в начале 2000 – 2001 гг.<sup>1</sup>, а к 2008 г. более чем в 2 раза превысило этот уровень, то государственное потребление, напротив, только-только в 2008 г. достигло уровня 1991 г. Валовые же инвестиции, после падения без малого в 10 раз в 1991 – 1998 гг., к 2008 г. едва достигли 50% от уровня 1991 г. (рис. 6.2).

Динамика инвестиций в основной капитал (исключая инвестиции в прирост незавершенного строительства) была несколько более благоприятной, так как прирост незавершенного строительства в 90-е годы сократился: они снизились до 25% от уровня 1991 г. к 1998 г., а к 2008 г. возросли до 80% от этого уровня (рис. 6.3).

Однако в значительной степени такая динамика определялась ростом инвестиций в жилой фонд (рис. 6.4): к 2008 г. объем жилищного строительства превысил уровень 1991 г. (и почти достиг 90% предкризисного максимума 1989 г.).

Это означает, что инвестиции в основной капитал, исключая жилье, в 2008 г. все еще были примерно вдвое меньше предкризисного

<sup>1</sup> Максимальный предкризисный уровень ВВП и потребления был достигнут не в 1991 г., а в 1989 г. Сравнение с 1991 г. приводится из-за отсутствия сопоставимых данных.

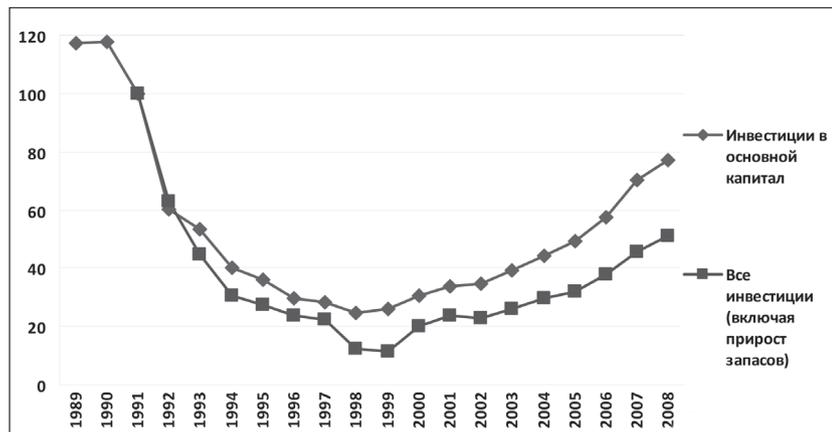


Рис. 6.3. Реальные инвестиции в основной капитал и в прирост запасов, 1991 г. = 100%

Источник: Госкомстат

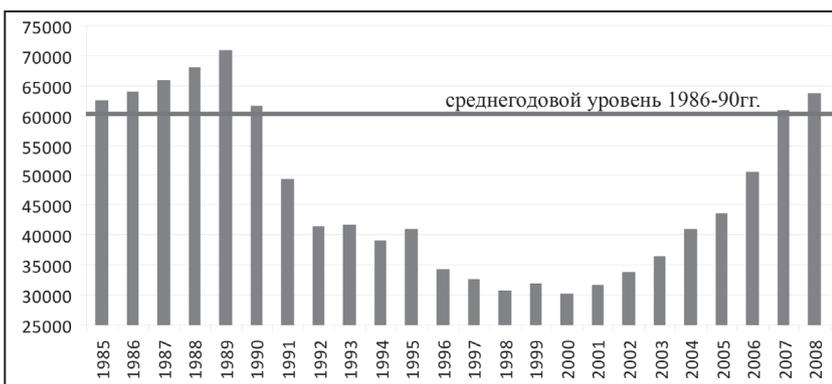


Рис. 6.4. Ввод в действие жилых домов, тысячи кв. м общей площади

Источник: Госкомстат.

максимума 1989 г. В 2009 г. инвестиции вновь упали. Надо ли говорить, что без инвестиций структурной модернизации не бывает?

В итоге вместо структурной модернизации мы получили деиндустриализацию и примитивизацию экономики. Доля расходов на НИОКР в ВВП снизилась с 3,5% в СССР в конце 80-х годов прошлого века до 1,3% в России сегодня (в Китае – 1,3%, в США, Ю. Корее, Японии, больших европейских странах – 2 – 3%, в Финляндии – 4%,

в Израиле – 5%). Доля главных сырьевых товаров (топливо, металлы) в общем объеме промышленной продукции повысилась с 25% до более 50% к середине 90-х годов и остается с тех пор на этом высоком уровне. (Отчасти это стало результатом ценовых сдвигов – более быстрого роста цен на сырье, но только отчасти, так как динамика производства в сырьевых отраслях тоже была лучше). Доля сырья (топливо и энергия, минеральные продукты, металлы, алмазы) в экспорте повысилась с 52% в 1990 г. в СССР до 67% в 1995 г. и до 81% в 2007 г. в России, тогда как доля машиностроительной продукции (в основном вооружений) в экспорте снизилась с 18% в 1990 г. в СССР до 10% в 1995 г. и до менее 6% в 2007 г. в России.

Между тем у правительства были возможности поддержать инвестиции и структурную перестройку. Во-первых, можно было увеличить государственные инвестиции, прямо финансируемые из бюджета (на инфраструктуру, образование, здравоохранение и т. д.), стимулировать частные инвестиции через партнерские проекты с частным сектором, с помощью налоговых скидок для предприятий, осуществляющих инвестиции, и дешевых кредитов Банка Развития. Во-вторых, можно было существенно улучшить инвестиционный климат через выделение дополнительных бюджетных средств на подготовку и переподготовку рабочей силы, укрепление правопорядка, борьбу с коррупцией и теневой экономикой.

Скажем, уровень тяжких преступлений, в частности убийств, у нас остается одним из самых высоких в мире (20 в расчете на 100 000 жителей против 1 – 4 в Западной и Восточной Европе, в Японии, Китае, Индии, и странах Ближнего Востока); доля теневой экономики – порядка 50% против 10 – 15% в советское время, что, естественно, не способствует инвестиционной привлекательности. Проекты создания маленького, но эффективного государственного аппарата, который бы тратил мало средств, но поддерживал бы образцовый правопорядок за счет высокой эффективности правоохранительных органов, вот уже 20 лет остаются проектами. Если мы не можем поднять эффективность госорганов, то надо брать числом, а не умением, надо тратить на укрепление законности и правопорядка больше денег. Так что, до тех пор пока уровень правонарушений столь высок, дискуссии о размерах госрасходов являются преждевременными. То же можно сказать о расходах государства на инфраструктуру, образование и здравоохранение – эти сферы в последние 20 лет тоже испытывали недостаток финансирования, из-за чего деградировали.

В последние годы, к сожалению, уровень госрасходов не возрастал – отчасти из-за снижения налогов, компенсирующего эффект от

увеличения налоговых поступлений от дорожавших энергоносителей и растущей экономики, отчасти – из-за сознательной политики правительства ограничения госрасходов, поддержания профицита бюджета и выкупа госдолга. Данные Минфина отличаются от данных ЕБРР (первые, похоже, включают внебюджетные фонды только с 2005 г.), но тенденции довольно очевидны, независимо от источника данных – после краха государственных расходов в начале 90-х они так и не восстановились, даже в период хорошей конъюнктуры 2000 – 2008 гг. (рис. 6.5).

В этом – крупнейший просчет макроэкономической политики последних двух десятилетий. Наши проблемы, в том числе и примитивизация экономики, порождены не столько провалами рынка (market

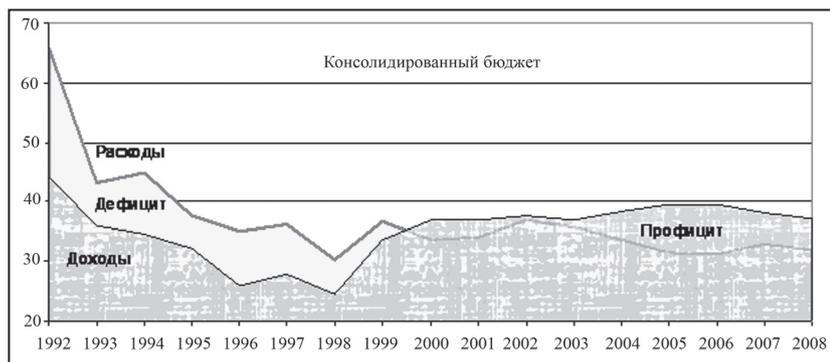


Рис. 6.5. Доходы, расходы и дефицит бюджета в % к ВВП

Источник: EBRD Transition Reports за разные годы



Источник: Минфин

failure), сколько провалами государства (government failure) – неспособностью правительства на всех уровнях предоставить общественные блага, которые всегда и везде предоставляются государством.

## 6.2. ВАЛЮТНЫЙ КУРС

По словам Р. Манделла, валютный курс – самая важная из всех цен в открытой экономике. Он слишком важен, в том числе 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.

«Политика валютного курса, – отмечается в обзоре «Макроэкономическая политика», подготовленном ООН в рамках проекта «Национальные стратегии развития» (UN DESA, 2007, с. 15), ... – может оказаться 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 динамического 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».

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 импортзамещения 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.

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



Рис. 6.6. Валютные резервы (млрд долл., правая логарифмическая шкала) и реальный эффективный валютный курс (декабрь 1995г. = 100%, левая шкала)

Источник: ЦБР

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. 6.6).

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. 6.7).

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 на столько, на сколько 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.

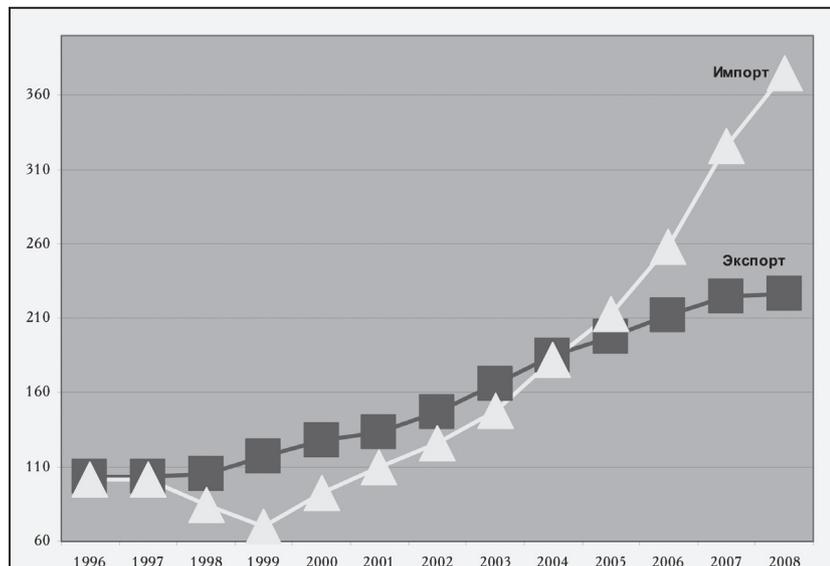


Рис. 6.7. Объемы экспорта и импорта товаров и услуг в реальном выражении, 1995=100%

Источник: Госкомстат

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 более чем на треть, с 598 до 376 млрд долл., но затем стабилизировались на уровне 400 млрд долл. (август 2009 г.) – рис. 6.8.

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 течении  $y$  лет). Однако независимо от ответа на вопрос об оптимальной величине резервов, ясно, что реальный курс рубля в 1999 – 2008 гг. чем дальше, тем больше завывшался. Накапливая резервы в последние 10 лет, ЦБР препятствовал такому завывшению, однако недостаточно.

Надо, однако, отделить вопрос о накоплении резервов от вопроса об уровне курса. Накопление резервов (создающее дополнительный

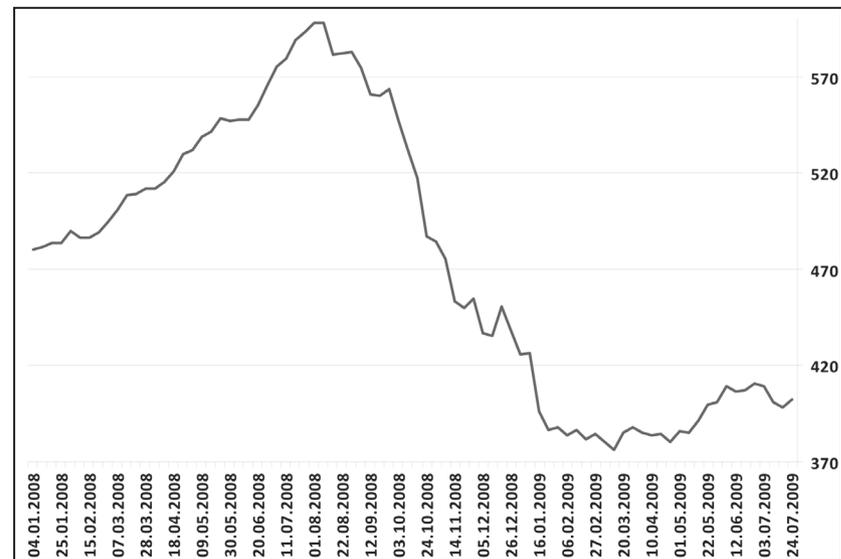


Рис. 6.8. Валютные резервы в 2008 – 2009 гг., млрд долларов

Источник: ЦБР

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 курса<sup>2</sup>.* У нас эти колебания огромны, что дезориентирует хозяйственных агентов. 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.

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 бу-

<sup>2</sup> Этот раздел базируется на (Попов, 2009).

дет 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 рабочим, 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, протекающие 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 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: 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. Этот 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. 6.9).

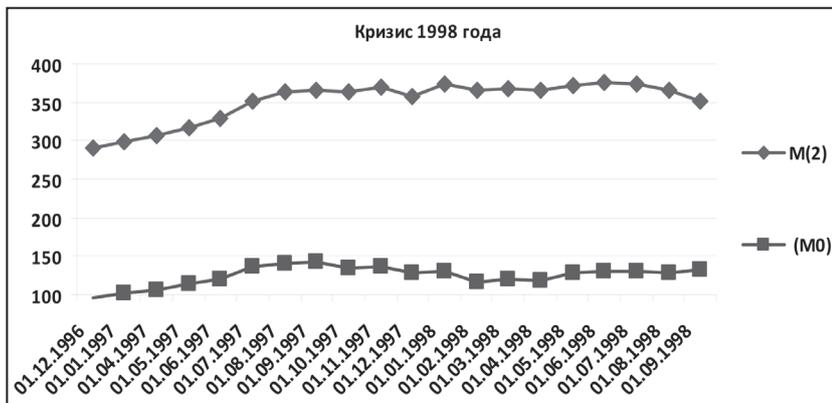
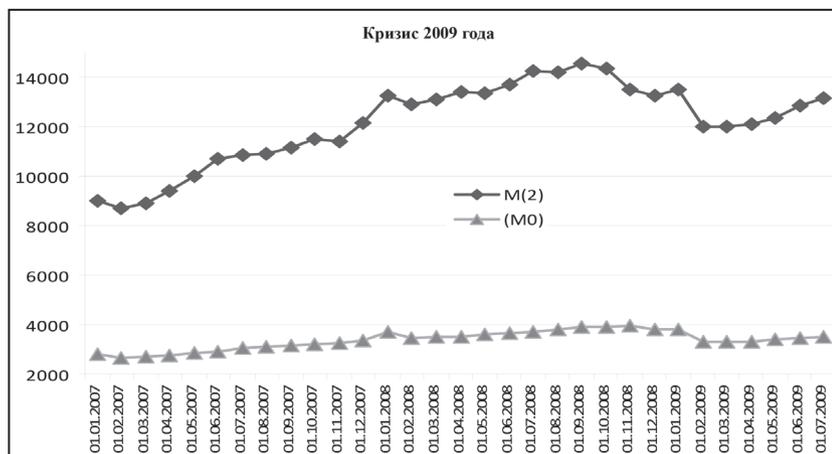


Рис. 6.9. Денежная масса в обращении в преддверии и во время кризисов 1998 года и 2009 года, млрд руб.



Источник: ЦБР

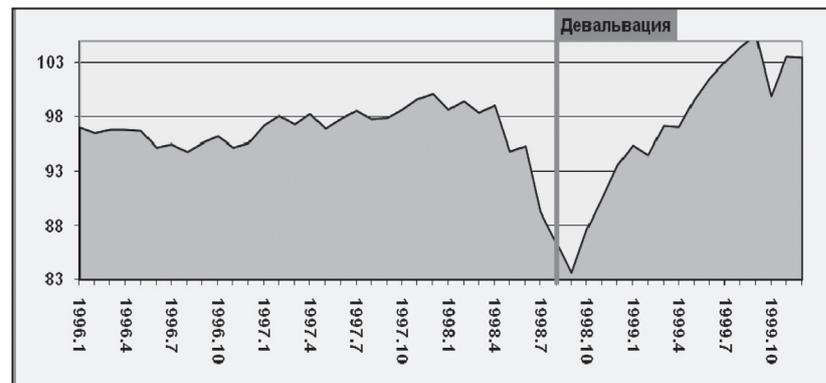


Рис. 6.10. Месячный индекс промышленного производства с сезонной корректировкой. 1995 г. = 100 %

Источник: Госкомстат

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. 6.10).

Поддержание курса рубля любой ценой, даже за счет подавления производства, похоже, было главной задачей ЦБ и правительства и в 1998 году, и в 2008 году. 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. 6.9), а процентные ставки по этой причине возросли. 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.

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 1999 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 3 года, стиснув зубы, пережили сокращение производства аж на 20% (рис. 6.11).

Не дождалось, механизм так и не сработал: инфляция упала до нуля (рис. 6.12), но этого было недостаточно, чтобы восстановить конкурентоспособность аргентинских товаров; процентные ставки выросли, но недостаточно, чтобы остановить отток капитала. Можно было

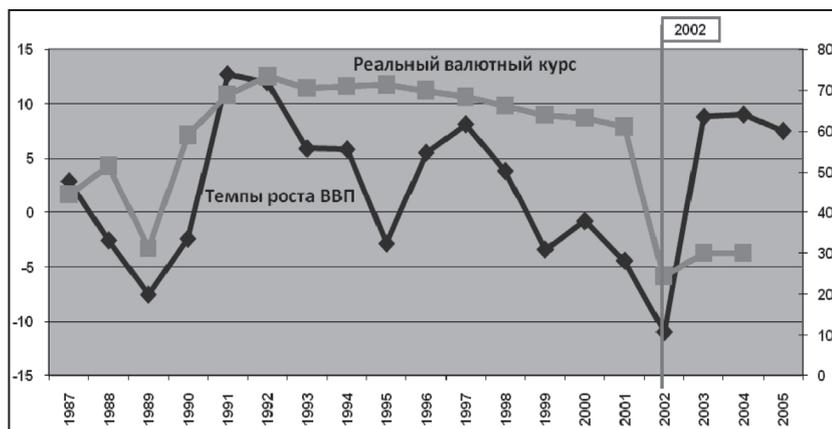


Рис. 6.11. Аргентина – темпы роста ВВП (левая шкала, %) и реальный валютный курс песо – отношение национальных цен к американским (%), правая шкала)

Источник: World Development Indicators

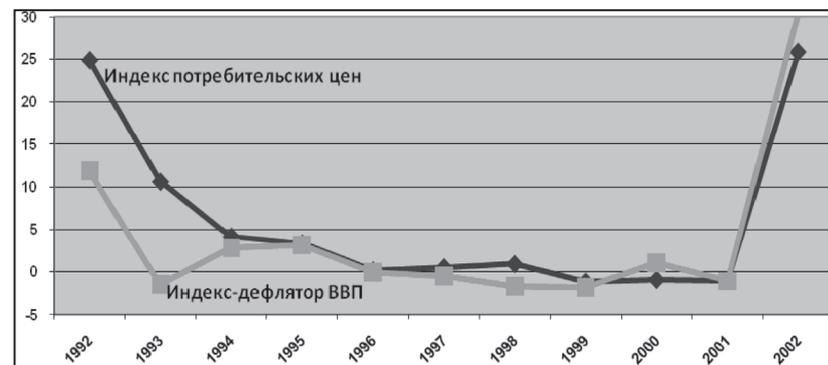


Рис. 6.12. Аргентина – темпы инфляции, %.

Источник: World Development Indicators.

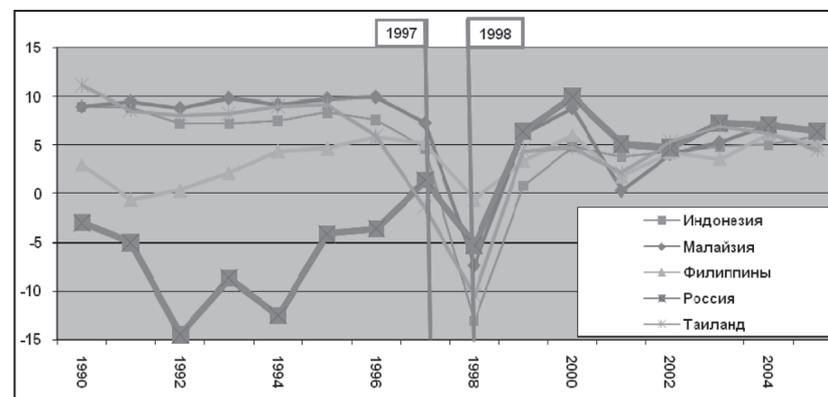


Рис. 6.13. Темпы роста ВВП в странах ЮВА и в России во время кризисов 1997 и 1998 гг., %

Источник: World Development Indicators

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. 6.13), 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 валют (Монтес, Попов, 1999; Роров, 2009).

Российские кризисы 1998 и 2008 – 2009 гг. похожи на то, что происходило в 2008 – 2009 гг. 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 – 2007 гг. до -10% в четвертом квартале 2008 года. И все потому, что Латвия при дефиците баланса по текущим операциям более 20% в 2006 – 2007 гг. не захотела девальвировать национальную валюту, когда столкнулась с оттоком капитала в 2008 году. Ее резервы сократились с 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 2006 г. до -10% в четвертом квартале 2008 г.

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» (Krugman, 2008).

Последствия разной реакции восточноевропейских стран на отток капитала в 1998 – 1999 гг., 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). Общая причина состоит в том, что цены товаров и услуг не столь гибки, как валютный курс: утраченную конкуренто-

способность 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.

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.

*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.

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: немедленная значительная девальвация рубля и поддержание реального курса на уровне 1999 года через последующее постоянное и постепенное снижение номинального курса примерно на 10 – 15% в год.

### 6.3. МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

Снижение инфляции не должно быть главной задачей политики правительства (Полтерович, 2006). После августовского кризиса 1998 года бартер и неплатежи вроде бы ушли в прошлое, но при чересчур жесткой монетарной политике, при попытке подавить инфляцию до уровня менее 10% в год неплатежи, судя по опыту прошлых лет, и по росту неплатежей в 2009 г., могут вновь появиться. Сказать, что мы точно понимаем, когда эти неприятные явления возникают и когда

исчезают, отважатся, видимо, немногие. Эмпирическое правило пока что таково, что попытки снизить инфляцию до уровня менее 10% в год могут вновь привести к лавине неплатежей. А дальше – невозврат кредитов и, возможно, банкротство банков. Хотелось бы ошибиться, хотелось бы верить, что сегодня наша экономика может обойтись без бартера и неплатежей даже при низких, однозначных уровнях инфляции. Однако полной уверенности в этом пока нет. При появлении первых признаков неплатежей и подавления производства надо смягчать монетарную политику, так как вред от неплатежей и падения производства больше, чем от умеренной инфляции.

Это – долгосрочный ориентир для монетарной политики. Что же касается краткосрочных (антициклических) приоритетов, то здесь, как уже говорилось, надо сглаживать колебания темпов роста денежной массы, вызванные внешними шоками (изменением резервов), то есть проводить политику стерилизации.

Считается, что стерилизация нежелательных изменений денежной массы, вызванных колебаниями резервов из-за внешних шоков, это политика, обреченная на поражение при свободе движения краткосрочного капитала. Действительно, как показано в (Fanelli, 2008; Peresetsky, Popov, 2008), финансовые шоки не компенсируют торговые, но, наоборот, усиливают их, причем как для всех стран в целом, так и для России в частности. Скажем, при падении цен на экспортные товары приток капитала в страну замедляется или даже сменяется оттоком. Если в этих условиях проводить политику стерилизации, то есть не допускать снижения денежной массы и роста процентных ставок, то отток капитала может привести к истощению резервов. Напротив, когда страна сталкивается с притоком капитала и пытается ограничить разбухание денежной массы из-за роста валютных резервов, стерилизация (продажа гособлигаций) ведет к росту процента и еще большему притоку капитала – про такую политику говорят, что она подрывает саму себя (self-defeating policy).

Поэтому для проведения монетарной политики, отвечающей потребностям национальной экономики, необходим контроль над движением капитала, по крайней мере, краткосрочного. Если до азиатского кризиса 1997 г. МВФ и Всемирный банк рекомендовали странам отменить такой контроль, то затем «традиционная мудрость», похоже, изменилась. Появились исследования (Stiglitz, 2000; Griffith-Jones, Montes, Nasution, 2001; Prasad, Rogoff, Wei and Kose, 2003), показывающие, что свободное движение краткосрочного капитала не дает выигрыша в экономическом росте, но зато ведет

к нестабильности экономики. Кроме того, есть множество стран (Китай – лучший пример), которые поддерживают заниженный курс валюты, имеют актив в торговле, да еще получают капитал из-за границы, так что быстро накапливают резервы, но успешно стерилизуют значительную долю прироста резервов, так что высокой инфляции там не наблюдается.

Наконец, контроль над движением капитала нужен и по другой причине – для предотвращения кризиса задолженности частного сектора.

#### 6.4. ВНЕШНИЙ ДОЛГ

До азиатских валютных кризисов 1997 г. «традиционной мудростью» считалась так называемая доктрина Лоусона (по имени британского министра финансов). В соответствии с этой доктриной, правительство должно следить лишь за своими «собственными» показателями финансового благополучия – дефицитом госбюджета, госдолгом, денежной массой, инфляцией, резервами, но не должно беспокоиться по поводу показателей частного сектора, который регулируется самим рынком. Скажем, задолженность частного сектора не должна регулироваться правительством, так как и финансовые, и нефинансовые фирмы лучше знают, сколько можно занимать и какие выдавать кредиты (если займы и кредиты рискованные, то риски интернизируются самими фирмами, то есть они создают резервы, достаточные для покрытия убытков из-за невозврата кредитов и невозможности расплатиться с долгами). Если же фирмы не интернизируют кредитные и валютные риски, то они, в конце концов, разорятся, так что равновесие будет восстановлено.

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 респектабельность, 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 2008 – 2009 г. (рис. 14). 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. 6.14). Однако если бы не кризис 2008 – 2009 гг., рост внешнего долга через 2 – 3 года вполне

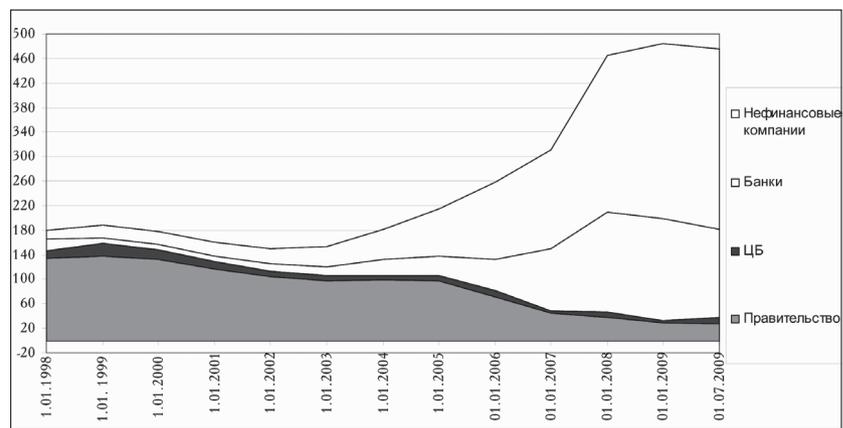


Рис. 6.14. Внешний долг РФ, млрд долл.

Источник: ЦБР.

мог превысить критический рубеж и вызвать валютный кризис, подобный азиатскому.

### **6.5. КАКИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНСТРУМЕНТЫ МОЖНО ИСПОЛЬЗОВАТЬ ДЛЯ СТРУКТУРНОЙ МОДЕРНИЗАЦИИ**

Макроэкономические инструменты, которые возможно использовать для структурной модернизации, делятся на две группы – селективные, то есть такие, которые предоставляются по решению чиновника, и неселективные, то есть такие, которые дают преимущества большой группе производителей автоматически, без участия чиновника. К первым относятся налоговые прямые субсидии, налоговые стимулы, кредиты Банка Развития по преференциальным ставкам, госзакупки, частно-государственные партнерства, экспортные и импортные пошлины. Ко вторым – заниженность валютного курса, заниженность цен на топливо и энергию, государственные инвестиции в отрасли инфраструктуры<sup>3</sup>.

Считается, что при высокой коррупции лучше пользоваться неселективными мерами, осуществление которых требует минимального участия чиновников. Государственные инвестиции в инфраструктуру – транспортную, энергетическую, научную, коммуникационную, информационную, социальную – с точки зрения модернизации и стимулирования роста представляют собой практически беспроигрышный вариант. Во-первых, инфраструктура у нас явно является узким местом, в последние 20 лет из-за недоинвестирования деградировала больше, чем другие сферы, так что предельная эффективность вложений в инфраструктуру будет заведомо очень высока. А во-вторых, государственные капиталовложения, как показывают эмпирические исследования (Schmidt-Hebbel, Klaus & Serven, Luis & Solimano, Andres, 1996), не вытесняют частные, а приводят к возрастанию общего объема инвестиций. Интересно, что быстрорастущие экономики в начале 90-х годов (Восточная Азия, Маврикий, Чили) имели высокую долю как государственных, так и всех инвестиций в ВВП, хотя госрасходы по отношению к ВВП в Восточной Азии традиционно низки.

<sup>3</sup> Деление, конечно, условно, так как полностью исключить селективность сложно. Скажем, государственные инвестиции в инфраструктуру все равно надо распределять по регионам и отраслям.

Другой важнейший инструмент промышленной политики низкой степени селективности – накопление валютных резервов (Полтерович, Попов, 2002; Polterovich, Popov, 2004; 2006 а, б). При определенных условиях он позволяет ускорить рост за счет экстерналий, стимулируя экспорт и защищая отечественных производителей. Речь идет об экстернальном воздействии развития экспортного сектора на всю экономику, либо об эстерналиях, порождаемых развитием внутренних отраслей на стадии интенсивного заимствования технологий. Кроме того, при сильном демонстрационном эффекте, означающем экстернальное воздействие на иностранных инвесторов, приток инвестиций может идти со скоростью, превышающей накопление резервов, тем самым стимулируется рост. Но, конечно, накапливать резервы удастся лишь в случае относительно эффективного управления.

Занижение цен на углеводородное сырье и топливо, наряду с накоплением золотовалютных резервов, – еще один инструмент промышленной политики низкой степени селективности. Фактически он эквивалентен дотированию всего внутреннего производства, так как все предприятия потребляют энергию, хотя «ставки дотаций» различны для разных секторов. Обычно в развивающихся странах уровень внутренних цен ниже уровня цен мирового рынка. Развивающиеся страны, богатые ресурсами, и даже некоторые развитые страны (в частности, США) часто занижают цены на топливо в сравнении с общим уровнем внутренних цен. Целесообразность такой политики совсем не очевидна. Занижение цен на углеводороды должно приводить к неэкономному их расходованию и, следовательно, к снижению энергоэффективности производства. Таким образом, должны наблюдаться два разнонаправленных эффекта: с одной стороны, увеличение конкурентоспособности отечественных предприятий на внешнем рынке, защита внутреннего производителя от конкуренции со стороны импорта, привлечение прямых иностранных инвестиций, а с другой – увеличение издержек.

Как показано в (Полтерович, Попов, Тонис, 2007 а, б), страны, занижающие цены на топливо и энергию, действительно растут быстрее других, так что получается, что потери от высокой энергоемкости все-таки покрываются эффектом стимулов, создаваемых для энергопотребляющих отраслей. Однако занижение валютного курса позволяет добиться такого же стимулирования национальной экономики, но без высокой энергоемкости.

## 6.6. ВЫВОДЫ

*Финансовая политика.* Крупнейший просчет макроэкономической политики последних двух десятилетий – снижение государственных расходов в % к ВВП – отчасти из-за снижения налогов, компенсирующего эффект от увеличения налоговых поступлений от дорожавших энергоносителей и растущей экономики, отчасти – из-за сознательной политики правительства ограничения госрасходов, поддержания профицита бюджета и выкупа госдолга.

Наши проблемы, в том числе и примитивизация экономики, порождены не столько провалами рынка (market failure), сколько провалами государства (government failure) – неспособностью правительства на всех уровнях предоставить общественные блага, которые всегда и везде предоставляются государством.

*Валютный курс.* Для стран с большим ресурсным потенциалом (к числу которых, конечно, относится и Россия), существует опасность «голландской болезни» – завышения курса валюты. Реальный курс валюты должен быть не завышенным, а еще лучше – заниженным. Это позволяет избежать «голландской болезни» и стимулирует экспортно-ориентированный экономический рост. При любых внешних шоках желательно поддерживать стабильность реального валютного курса. Это означает, что сальдировать неравновесия платежного баланса при внешнеторговых шоках надо с помощью валютных резервов, а не с помощью курса.

Если мы хотим избежать резкого снижения потребления, валютные резервы (включая Стабилизационный фонд) должны быть достаточными, чтобы пережить внешние шоки (падение сырьевых цен, отток капитала).

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.

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 принципы курсовой политики означают буквально следующее: немедленная значительная девальвация рубля и поддержание реального курса на уровне 1999 года через

последующее постоянное и постепенное снижение номинального курса примерно на 10 – 15% в год.

*Монетарная политика.* Снижение инфляции не должно быть главной задачей политики правительства (Полтерович, 2006). После августовского кризиса 1998 года бартер и неплатежи вроде бы ушли в прошлое, но при чересчур жесткой монетарной политике, при попытке додать инфляцию до уровня менее 10% в год, неплатежи, судя по опыту прошлых лет и по росту неплатежей в 2009 г., могут вновь появиться.

Надо также сглаживать колебания темпов роста денежной массы, вызванные внешними шоками (изменением резервов), то есть проводить политику стерилизации. А чтобы такая политика была успешной, необходим контроль над движением капитала, по крайней мере, краткосрочного.

*Внешний долг и контроль над движением капитала.* Контроль над движением капитала нужен и по другой причине – для предотвращения кризиса задолженности частного сектора. С января 2003 г. по январь 2009 г. внешний долг частного сектора стремительно возрос – с менее 50 млрд долл. до 450 млрд долл. К счастью, его стремительный рост был прерван кризисом 2008 – 2009 гг, однако в будущем бесконтрольное наращивание заимствований частным сектором может привести к долговому и валютному кризисам.

*Селективные и неселективные инструменты промышленной политики.* Считается, что при высокой коррупции лучше пользоваться неселективными мерами, осуществление которых требует минимального участия чиновников. Государственные инвестиции в инфраструктуру – транспортную, энергетическую, научную, коммуникационную, информационную, социальную – с точки зрения модернизации и стимулирования роста представляют собой практически беспроигрышный вариант. Другие варианты неселективной промышленной политики – занижение внутренних цен на топливо и энергию и занижение валютного курса.

Как показано в (Полтерович, Попов, Тонис, 2007 а, б), страны, занижающие цены на топливо и энергию, действительно растут быстрее других, так что получается, что потери от высокой энергоемкости все-таки покрываются эффектом стимулов, создаваемых для энергопотребляющих отраслей. Однако занижение валютного курса позволяет добиться такого же стимулирования национальной экономики, но без высокой энергоемкости.

## ЛИТЕРАТУРА

Кудрин А., (2009). Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию – «Вопросы экономики», № 1, 2009, с. 24

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

Полтерович В., (2006). Снижение инфляции не должно быть главной задачей политики правительства. Записка в Правительство РФ, 2 апреля 2006 г.

Полтерович В., В. Попов. (2002). Последняя надежда. – Эксперт, № 48, 22 декабря 2002 г.

Полтерович В. М., В. В. Попов (2006 а). Эволюционная теория экономической политики. Часть первая. Опыт быстрого развития. – Вопросы экономики, № 7, 2006.

Полтерович В.М., В. В. Попов (2006б). Эволюционная теория экономической политики. Часть II. Необходимость своевременного переключения. Вопросы экономики, № 8, 2006.

Полтерович В., Попов В., А. Тонис (2007 а).

Механизмы ресурсного проклятия и экономическая политика. – Вопросы экономики, № 6, 2007.

Полтерович В., В. Попов, А. Тонис (2007 б). Экономическая политика, качество институтов и механизмы «ресурсного проклятия». М., Издательский дом ГУ ВШЭ, Экономическая 2007.

Попов В., (2009). Воспоминания о будущем: второе издание драмы «Кризис 1998 года». – Журнал Новой экономической ассоциации, №1, 2009. – Полный вариант. Воспоминания.

Fanelli J.M., (2008). Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architecture Ed. by J. M. Fanelli. Palgrave Macmillan, 2008.

Griffith-Jones, Stephany, Manuel F. Montes, and Anwar Nasution (2001). Short-Term Capital Flows and Economic Crises. OUP, 2001.

Hausmann, Ricardo, and Dani Rodrik (2003). «Economic Development as Self-Discovery», Journal of Development Economics, December 2003.

Hausmann, Ricardo, Jason Hwang, and Dani Rodrik (2006). «What You Export Matters,» NBER Working Paper, January 2006.

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

Rodrik D., (2006). WHAT'S SO SPECIAL ABOUT CHINA'S EXPORTS? Harvard University, January 2006 (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/papers.html>).

Rodrik Dani, (2007). The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence. Undervaluation is good for growth, but why? – July 2007. (<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/RER%20and%20growth.pdf>).

Peresetsky A., V. Popov (2008). Russia. – In: Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architecture Ed. by J. M. Fanelli, Palgrave Macmillan, 2008.

Polterovich V., and V. Popov (2004). Accumulation of foreign exchange reserves and long term growth. – In: Slavic Eurasia's Integration into the World Economy. Ed. By S. Tabata and A. Iwashita. Slavic Research Center, Hokkaido University, Sapporo, 2004.

Popov V., (2000). Shock Therapy versus Gradualism: The End of the Debate (Explaining the Magnitude of the Transformational Recession). – Comparative Economic Studies, Spring, 2000, No. 1, Vol. 42, pp. 1-57.

Popov V., (2007a). Shock Therapy versus Gradualism Reconsidered: Lessons from Transition Economies after 15 Years of Reforms. – Comparative Economic Studies, Vol. 49, Issue 1, March 2007, pp. 1-31.

Popov V., (2007b). RUSSIA REDUX? — New Left Review, No. 44, March-April 2007.

Popov V., (2009). Recovery and Adjustment after the Russian 1998 Currency Crisis. – In: After Crisis. Adjustment, Recovery and Fragility in East Asia. Edited by Jayati Ghosh & C.P. Chandrasekhar. Tiluka Books, New Delhi, 2009.

Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Kose (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, IMF, March 17, 2003.

Schmidt-Hebbel, Klaus & Servén, Luis & Solimano, Andrés (1996). Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies, World Bank Research Observer, Oxford University Press, vol. 11(1), pages 87-117, February.

Stiglitz, Joseph E. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. World Development, Volume 28 (6) 2000, pp. 1075 – 1086.

UN DESA (2007). National Development Strategy Macroeconomic Policy Note. Macroeconomic and Growth Policy. Policy Note by Shari Spiegel. UN, DESA.