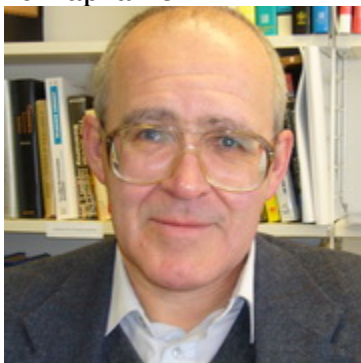


## Четыре ошибки макроэкономической политики (часть вторая)

[часть первая](#)

16 марта 2011



Владимир Попов

Завышенный курс рубля и бесконтрольный рост внешнего корпоративного долга — следствия неверных решений в области макроэкономической политики. Бесконтрольное наращивание заимствований частным сектором, прерванное на некоторое время кризисом, в обозримой перспективе может привести к собственно российскому долговому и валютному кризису, подобному азиатскому кризису 1997 г., предупреждает профессор Российской экономической школы **Владимир Попов**

### Ошибка третья — завышенный валютный курс

По мнению Нобелевского лауреата Роберта Манделла (Robert A. Mundell), 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.

В последние годы появились работы, доказывающие, что неравновесный валютный курс на определенных стадиях развития может стимулировать экономический рост (см., в частности, [Rodrik, Dani. . The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence. Undervaluation is good for growth, but why? - July 2007.](#); [Polterovich, V., and V. Popov. 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, Полтерович В., Попов В. Последняя надежда. – Эксперт, № 48, 22.12. 2002 г.](#)).

Как отмечается в обзоре «Макроэкономическая политика», подготовленном ООН в рамках проекта «Национальные стратегии развития» (см. [UN DESA \(2007\)](#)).

[National Development Strategy Macroeconomic Policy Note. Macroeconomic and Growth Policy. Policy Note](#) by Shari Spiegel. UN, DESA, 2007), «Политика валютного курса 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,... 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 выигрывают 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.

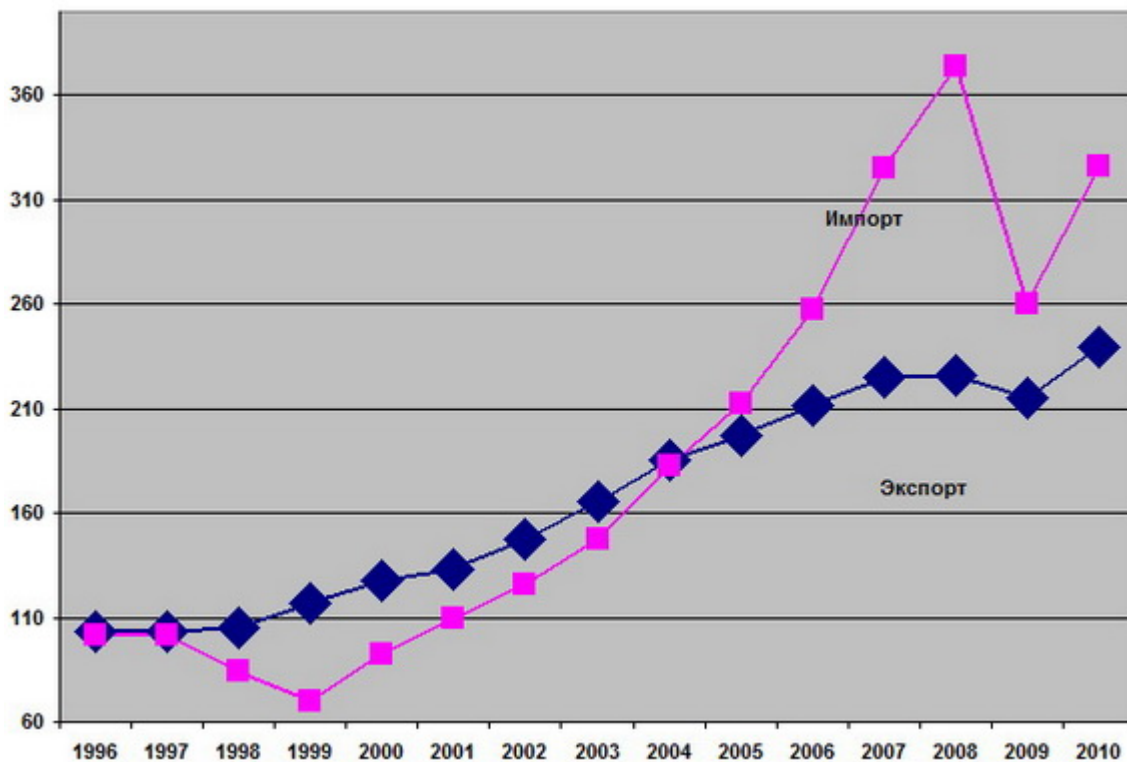
Кроме того, для стран, богатых ресурсами, существует опасность голландской болезни, проявляющейся, в том числе, и в завышении курса валюты, так что в

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 г. Многим экспертам тогда было ясно, что экономика тяжело больна «голландской болезнью», что такой завышенный курс невозможно поддерживать, даже если цены на энергоносители просто перестанут расти, не говоря уже об их падении. Ведь номинальный курс с конца 1998 г. хоть и колебался, но в итоге изменился незначительно, тогда как наши цены в 1999–2008 гг. росли ежегодно в среднем почти на 16% (и выросли к концу 2008 г. более, чем в 4 раза), а цены в США и зоне евро росли 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.

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 (рис. 2), который увеличился за 1999–2008 гг. более чем в 5 раз!

Рисунок 2. **Объемы экспорта и импорта товаров и услуг в реальном выражении, 1995=100%**



Источник: Госкомстат

Даже если бы цены на нефть и газ сохранялись на очень высоком уровне, но просто перестали бы расти (не могут же они расти вечно), курс рубля в долгосрочной перспективе удержать было бы невозможно: наша инфляция, нравится нам это или нет, выше, чем на Западе, и поэтому просто для поддержания конкурентоспособности наших товаров нам надо постоянно девальвировать рубль — в среднем, именно настолько, насколько наша инфляция выше западной. А если этого не делать, то лыжи рано или поздно разъезжаются — торговый баланс, а за ним и баланс движения капитала, оказываются дефицитными, и после более или менее быстрого исчерпания валютных резервов все равно 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. В ходе кризиса 2008–09 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 400–480 млрд долл. (рис. 3).

Рисунок 3. Валютные резервы в 2008–09 гг., млрд долл.



Источник: ЦБР

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 с 1999 г., чем дальше, тем больше завышался. Накапливая резервы в 1999–2008 гг., ЦБР препятствовал такому завышению, однако недостаточно.

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

Поскольку оптимальные темпы инфляции для разных экономик различны, поддерживать фиксированный номинальный курс валюты более или менее длительное время сложно. Но что можно обеспечить, так это стабильность реального курса при заданных темпах инфляции внутри страны и за рубежом — через подстройку номинального курса. Скажем, если инфляция в России 12%, а в США — 3%, то для стабильности реального курса потребуется примерно 9%-ная 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.

### Ошибка четвертая — рост внешнего долга

До азиатских валютных кризисов 1997 г. «традиционной мудростью» считалась так называемая «доктрина Лоусона» (по имени британского министра финансов Найджела Лоусона, Nigel Lawson). 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. Предполагается при этом, что 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 создаются резервы, достаточные для покрытия убытков из-за невозврата кредитов и невозможности расплатиться с долгами, а возможные потери от риска невозврата включаются в стоимость самих кредитов). Если же фирмы не интернизируют кредитные и валютные риски, то они, в конце концов, разорятся, так что равновесие будет восстановлено.

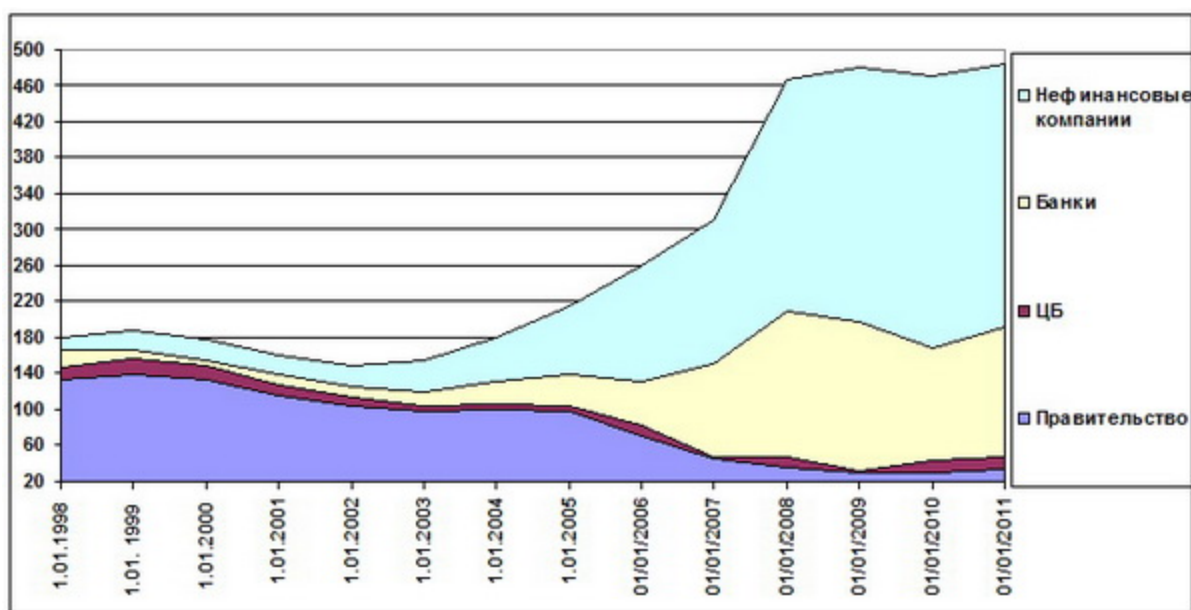
Азиатский валютный кризис 1997 г. показал, что частные компании, и финансовые, и нефинансовые, не знают, сколько можно занимать и давать займы, не рискуя оказаться неплатежеспособными. Причем не отдельные компании, а большинство фирм, в том числе крупнейшие и наиболее уважаемые. И не только азиатские 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. 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 2008–09 гг. (рис. 4). 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.4).

Рисунок 4. **Внешний долг российских резидентов (нефинансовых компаний, банков и правительства), млрд долл.**



Источник: ЦБР

Однако если бы не кризис 2008-09 гг., рост внешнего долга через 2-3 года вполне мог превысить критический рубеж и вызвать валютный кризис, подобный азиатскому.

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, эта тенденция была прервана кризисом 2008–09 гг. Однако в будущем бесконтрольное наращивание заимствований частным сектором может привести к долговому и валютному кризисам.

*Владимир Попов*

*См. подробнее: Попов В.В. [Макроэкономическая политика для модернизации российской экономики.](#) - Глава в книге "[Стратегия модернизации российской экономики](#)". Под ред. В.М. Полтеровича. С.-Петербург, "Алетейя", 2010.*