

Валютные войны

ЗАЧЕМ РОССИЯ И КИТАЙ КОПЯТ ИНОСТРАННУЮ ВАЛЮТУ

ПОНАРС Евразия

Аналитическая записка No. 256

Июнь 2013 г.

Владимир Попов

*ООН и Российская экономическая школа**

Призрак валютных войн вновь беспокоит политиков.¹ В годы Великой депрессии многие страны прибегли к девальвации, чтобы защитить свои внутренние рынки от иностранной конкуренции. В последние десятилетия наблюдается процесс стремительного накопления валютных резервов развивающимися странами, особенно Китаем. Это возрождает угрозу массового использования курсов национальных валют в протекционистских целях.

Соотношение резервов в иностранной валюте к ВВП в Китае и России резко возросло (Рис. 1а, 1б), но есть страны (такие как Ботсвана, Гонконг и Сингапур), у которых это соотношение даже еще выше. Собственно говоря, в течение последних 10-20 лет большинство развивающихся стран быстро накапливали свои резервы, так что соотношение резервов в иностранной валюте к ВВП и резервов в иностранной валюте к импорту в глобальных масштабах выросло более, чем в два раза (Рис. 2). Но в России и Китае это соотношение выросло за последние десятилетия в пять, а то и больше раз. Отчего же вдруг многие развивающиеся страны, включая Китай и Россию, начали увеличивать свои валютные резервы?

В настоящей аналитической записке доказывается, что накопление валютных резервов является инструментом промышленной политики, способствующей росту доходов, сбережений, инвестиций, экспорта и экономическому росту в целом, в особенности росту сектора торгуемых товаров за счет зарплат, потребления неторгуемых товаров и импорта. Порой эту политику

*Владимир Попов - советник Департамента по экономическим и социальным вопросам ООН, доктор экономических наук, профессор Российской экономической школы (Москва). Высказанные в настоящей записке мнения являются сугубо личными и не отражают точку зрения организаций, к которым автор имеет отношение.
¹ Currency Wars: Economic Realities, Institutional Responses, and the G-20 Agenda. Conference at Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, April 2, 2013 (http://www.piie.com/events/event_detail.cfm?EventID=272)

называют «протекционизмом валютного курса». Она стала особенно популярной после того, как в результате многих раундов переговоров о либерализации торговли в рамках ГАТТ-ВТО традиционные тарифы и нетарифный протекционизм оказались «вне закона».

Для стран, богатых природными ресурсами, эта политика особенно важна, поскольку благодаря ей можно предотвратить «голландскую болезнь» - повышение обменного курса национальной валюты, которое отрицательно сказывается на производстве и экспорте высокотехнологической продукции, а также стимулирует приток капитала из-за рубежа (внешнее финансирование) и увеличение долга. Вот почему Россия, которая гораздо богаче природными ресурсами, чем Китай, должна более активно проводить политику накопления иностранной валюты, чем Китай, однако на деле все обстоит наоборот.

Критика такого подхода

Многие считают политику накопления иностранной валюты неправильной. Прирост резервов в иностранной валюте представляет собой часть национальных сбережений, которые не были инвестированы в национальную экономику (к примеру - в инфраструктуру, образование или здравоохранение). Валюта вывозится из страны для финансирования потребления и инвестиций в других странах. Помимо этого, резервы приносят низкий доход - ведь они вкладываются обычно в самые надежные и ликвидные ценные бумаги - казначейские векселя США и краткосрочные облигации других западных государств, процент по которым низкий. Если бы эти средства инвестировались бы в самой стране, то доход от них был бы гораздо выше.

В России и Китае такие доводы можно часто услышать обычно от оппозиции слева. Забавной иллюстрацией является китайский римейк картины Репина «Не ждали» (Рис. 3), на которой отражается видение ситуации китайскими «левыми»².

На ней изображен председатель Мао в компании двух вымышленных персонажей времен анти-японской войны, они пришли, чтобы отобрать золото у бывшего президента США Джорджа Буша младшего (хотя резервы иностранной валюты хранятся в основном не в золоте, а в казначейских векселях США). Золото передано Бушу Цзян Цзэмином, портрет которого висит на стене. За столом сидят коррумпированный бывший секретарь шанхайской парторганизации Чэнь Ляньюй (осужденный в 2008 г. на 18 лет тюрьмы) и либеральный экономист Чжан Вэйин.

США полагают, что Китай, Россия (и другие страны) накапливают валюту в размерах, превышающих нормальные потребности (обычно речь идет о средствах, необходимых для обслуживания внешней торговли и передвижения капитала) с

² Под «левыми» понимаются ортодоксальные коммунисты, критикующие политическую линию КПК.

целью создания искусственного спроса на иностранную валюту и занижения курса своих национальных валют. Соответствующая политика называется протекционизмом валютного курса или поддержанием неравновесного обменного курса, попыткой добиться преимущества с помощью нечестной конкуренции - посредством махинаций с обменным курсом.

В США эта проблема известна как «глобальные дисбалансы» - американский торговый дефицит и дефицит по счету текущих операций финансируется путем накопления валютных резервов Китаем, Россией, а также другими нефтяными державами и Японией. Эти резервы инвестируются в краткосрочные векселя американского правительства, что означает финансирование дефицита по счету текущих операций (потребление превышает производство, а инвестиции - национальные сбережения). Хотя за период 2007-2009 гг. дефицит по балансу текущих операций в процентах ВВП снизился, он все еще составляет значительную величину (Рис. 4), а иностранная задолженность США приближается к 30% ВВП (Рис. 5).

Для чего же Центральные банки Китая и России продолжают накапливать валютные резервы, несмотря на критику изнутри и давление со стороны США? Похоже, что в Китае и России есть предчувствие, что ревальвация национальной валюты может привести к прекращению роста, как это случилось в 1985 г. с Японией, когда, в результате «Плаза соглашения» была ревальвирована йена, после чего стремительный экономический рост прекратился. Многие считают, что ревальвация йены стала одной из причин стагнации японской экономики в 90-е и слабого роста - впоследствии (Рис. 6).

Нетрадиционная трактовка

Все более популярной становится нетрадиционная трактовка накопления резервов как инструмента промышленной политики, стимулирующей экспортоориентированный рост. Речь идет не о краткосрочном кейнсианском эффекте, но о долгосрочной стратегии, действующей посредством экспортной экстерналии (и усиленной последующим притоком прямых иностранных капиталовложений). В развитых странах соотношение торговли и ВВП уже находится на оптимальном уровне. В развивающихся странах это соотношение находится на уровне ниже оптимального, так что нужны специальные меры для полного использования экспортной экстерналии.

Теоретически, все экстерналии можно задействовать посредством налогов и субсидий, но это селективные инструменты промышленной политики, для их успешного применения нужна безупречная бюрократия. Занижение же валютного курса эквивалентно введению таможенных пошлин на все торгуемые товары при одновременном субсидировании экспорта, причем это неизбирательный инструмент промышленной политики, который не

предполагает индивидуальный подход, а, следовательно, его можно успешно применять даже в крайне коррумпированной среде.

Модель, демонстрирующая, как накопление валютных резервов может стимулировать рост, а также эмпирические свидетельства этого представлены в работах Польштеровича и Попова (2004 г.) и Попова (2005, 2010, 2011 гг.). В этих работах показано, что накопление валютных резервов приводит к дисбалансу обменного курса. Это, в свою очередь, ведет к росту соотношения экспорт/ВВП и торговля/ВВП, что стимулирует экономический рост.

Есть серьезные свидетельства в пользу того, что накопление валютных резервов может подхлестнуть долгосрочный рост в развивающихся странах. Однако если все страны прибегнут к этой политике, то все проиграют. Помимо всего, она не сработает для богатых стран. А вот для развивающихся – может работать. Есть несколько причин, по которым бедным странам следует предоставить возможность использовать этот инструмент в рамках политики догоняющего развития.

Накопление резервов означает, что страна сберегает больше, чем инвестирует, и производит больше, чем потребляет, вкладывая, таким образом, сбереженные средства в инвестиции и потребление в других странах. Это может выглядеть как тормоз развития: принято считать, что капитал должен течь из богатых стран в бедные, поскольку в развитых странах соотношение К/L (капитал/труд) ниже, следовательно, отдача от капитала – выше. Однако это может привести к вытеснению внутренних сбережений иностранными, поэтому национальный долг будет расти, а экономическое развитие не ускорится, а в конце концов – замедлится.

Но это лишь один эффект. Другой же является динамичным и работает в совершенно противоположном направлении: если стране удастся стать конкурентоспособной на мировом рынке (по любой причине: благодаря более высокой производительности, низкой зарплате или же низкому курсу национальной валюты), то она начинает экспортировать больше, чем импортировать и, в результате, имеет положительное торговое сальдо. Если эти излишки торгового баланса хранятся в форме резерва иностранной валюты, то обменный курс понижается и положительное торговое сальдо сохраняется. Вот почему страны, которые развивались быстрее остальных, обычно имели положительное торговое сальдо, как, например, США в период с 1870 по 1970 гг., Япония и Германия после Второй мировой войны, восточноазиатские «тигры» и «драконы», ну и, конечно же, уже относительно недавно – Китай. Накопление валютных резервов (вложенных в краткосрочные надежные правительственные векселя, процент от которых очень низкий) связано с издержками для национальной экономики, но у всякого курса есть своя цена – за стимулирование роста также приходится платить.

Капитал, текущий в гору – внешнее финансирование и рост

На самом деле, страны, которым удалось достичь высоких темпов роста, были, преимущественно, нетто-кредиторами, а не нетто-должниками, их текущие счета были в плюсе, т.е. они сберегали больше, чем инвестировали (Рис. 7). Даже если проконтролировать на уровень развития ВВП на душу населения по паритету покупательной способности (ППС) в середине периода (1975 г), соотношение между активным сальдо по текущим счетам и ростом оставалось положительным и значимым.

Эта проблема известна как «загадка Фелдстайна-Хориоки» (Feldstein-Horioka puzzle), она состоит в высокой положительной корреляции национальных инвестиций и сбережений даже в странах со свободным движением капитала, вопреки теории о том, что капитал должен течь в страны с лучшим инвестиционным климатом и более высокой отдачей. С высокой нормой внутренних сбережения приходит высокий уровень капиталовложений, который обычно (если не всегда) ведет к быстрому росту.

По словам Пола Кругмана, с начала 80-х годов прошлого века имели место три крупные волны притока капитала в развивающиеся страны, но ни одна из них не привела к экономическому чуду:

“Первая волна была направлена на Латинскую Америку, страны которой после долгового кризиса 80-х годов либерализовали свою торговлю и открыли рынки. Эта волна закончилась печально: мексиканским кризисом 1995 г. и отложенным аргентинским кризисом 2002 г. Вторая волна середины 90-х годов пошла в Юго-Восточную Азию, когда все только и говорили об азиатском экономическом чуде. Эта волна закончилась печально: кризисом 1997-8 гг. Третья волна обрушилась на Восточную Европу в середине нынешнего десятилетия. Ее печальный конец наступает на наших глазах. С 80-х годов мы наблюдали ряд успешных экономических прорывов, но, насколько мне известно, ни один из них не был результатом внешнего финансирования как главного фактора. Это не означает, что международное движение капитала однозначно отрицательно, хотя эта тема и горячо обсуждается. Я лишь хочу сказать, что нет убедительного свидетельства в пользу того, что приток капитала является ведущим фактором экономического успеха.”³

В свете вышесказанного, рекомендация развивающейся стране делать ставку на внешнее финансирование звучит, как ирония. Не менее иронично выглядит озабоченность экспертов по проблемам развития по поводу движения капитала «в гору» (из развивающихся – в развитые страны), ведь наилучшие показатели роста были продемонстрированы именно теми странами, которые вывозят капитал, то есть двигают его «в гору», именно у них положительный платежный баланс по текущим операциям и большие накопления валютных резервов.

³ Paul Krugman, “Finance mythbusting, third world edition,” November 10, 2009, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/11/09/finance-mythbusting-third-world-edition/>

План Маршалла (программа экономической помощи ряду европейских стран после Второй мировой войны), по сути, - первый и последний случай успешного внешнего финансирования развития. Однако даже этот случай можно считать особым, так как без соответствующих внутренних (европейских) институтов и мобилизации внутренних сбережений (относительно) быстрый рост не произошел бы. Иностранное финансирование Японии после Второй мировой войны было незначительным, при том, что послевоенный рост Японии был более впечатляющим, чем у Европы. Экономическое чудо случилось только в тех странах, которые полагались на мобилизацию внутренних сбережений, и не произошло в там, где были предприняты попытки восполнить финансовый зазор - нехватку внутренних сбережений - иностранными займами, как предлагали эксперты по проблемам развития.

Один из доводов против накопления валютных резервов и снижения обменного курса национальных валют развивающихся стран звучит так: если все бедные страны будут проводить такую политику, то развитые страны наберут неподъемные долги, и последующее исправление создавшегося положения неизбежно будет слишком болезненным. Но на сегодняшний день долги богатых стран не столь уж велики. Внешний долг США составляет около 30% ВВП (Рис. 5), внешний долг Еврозоны составляет лишь 10% ВВП (Рис. 8), Япония же является чистым кредитором, ее чистые заграничные активы равны почти 50% ВВП (Рис. 9). А крупнейшими должниками как раз являются развивающиеся страны, тогда как развитые страны (за хорошо известным исключением Испании, Греции и Португалии) в основном являются либо чистыми кредиторами (Германия, Япония), либо умеренными должниками (США и Великобритания), так что Запад еще может позволить себе и дальше залезать в долги (Таблица).

Хотя в последние 10 лет Китай и Россия быстро накопили большие запасы иностранной валюты, России не удалось сдержать обменный курс своей валюты столь же успешно, как Китаю (Рис. 10). Благодаря росту глобальных цен на нефть и газ Россия выиграла от благоприятных условий торговли, но пострадала от голландской болезни (повышение обменного курса ее валюты). Рост производительности труда в Китае был выше, чем в России, поэтому объективно было больше оснований повышать курс юаня, чем рубля (так называемый эффект Балассы-Самуэльсона). Для того чтобы поддержать конкурентоспособный курс рубля, России следовало бы накапливать иностранную валюту более быстрыми темпами, чем Китаю, но на деле все обстояло иначе.⁴

⁴ Помимо более трех триллионов долларов в иностранной валюте, Китай держит примерно один триллион долларов в суверенных фондах. Россия также держит деньги в суверенных фондах (около 160 млрд. долларов на начало 2013 г.), но в российских статистических данных они включены в общие валютно-резервные запасы (\$500 млрд. долларов).

Теоретически, все экстерналии можно задействовать посредством налогов, но на практике селективный подход и тонкая настройка редко срабатывают. В силу того, что на сегодняшний день торговый протекционизм фактически объявлен Всемирной торговой организацией вне закона, протекционизм валютного курса (его занижение) является единственным доступным инструментом стимулирования догоняющего развития, по сути дела – это последняя надежда развивающихся стран, инструмент последней инстанции.

Накопление валютных резервов в бедных странах не будет продолжаться вечно; как только они догонят Запад, эта политика сойдет на нет. А во время ее проведения у развитых стран будет возможность потреблять больше, чем они производят.

Так что было бы вполне оправданно дать возможность развитым странам залезть в долг, чтобы помочь глобальному Югу поскорее догнать Запад. Сохранение сегодняшних глобальных дисбалансов помогло бы преодолеть крупнейшую диспропорцию нашего времени: разрыв в уровнях развития развивающихся и развитых стран. В течение 500 лет этот разрыв только расширялся, и лишь сейчас, в течение последних 50 лет появились некоторые признаки его сокращения. Шансы на то, чтобы ликвидировать этот разрыв раньше, чем позже, возросли бы, если бы Запад увеличил свою международную задолженность, дав, таким образом, развивающимся странам возможность иметь активное сальдо торгового баланса, что помогло бы им развиваться. Ранее, с XVI по XX вв., Запад развивался быстрее, накапливая активы в торговле с «остальным миром» и используя эти средства для приобретения активов в других странах, пока эти «остальные» залезали в долги. Наступила пора для «остальных» накапливать активное сальдо торгового баланса, а для Запада – накапливать долги.

В настоящей аналитической записке использованы работы автора:

- В.В. Попов (V.V. Popov), "Глобальные дисбалансы – нетрадиционная трактовка (Global imbalances: an unconventional view)," *Вопросы экономики* No. 1 (2013);
- Vladimir Popov, "Global Imbalances: An Unconventional View," *IDEAs*, Oct. 19, 2010, также опубликованная в *Iniciativa para la Transparencia Financiera*, lectura 57, and as a *CEFIR and NES working paper* No. 160 (May 2010)

Подробнее см. работы автора:

- В. Полтерович, В. Попов. [Последняя надежда. – Эксперт, № 48, 22 декабря 2002г.. Для развивающихся стран, не способных улучшить работу рыночных институтов, укрепить правопорядок и искоренить коррупцию, накопление золотовалютных резервов часто оказывается последним доступным средством стимулирования экономического роста...](#)
- V. Polterovich and V. Popov, "Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Economic Growth," *Slavic Eurasia's Integration into the World Economy*,

eds. S. Tabata and A. Iwashita, Slavic Research Center, Hokkaido University, Sapporo, 2004.

- Vladimir Popov, "The Exchange Rate in a Resource-Based Economy: The Case of Russia." *PONARS Policy Memo* No. 386 (December 2005).
- В. Попов. [Воспоминания о будущем: второе издание драмы "Кризис 1998 года". - Журнал Новой экономической ассоциации, №1, 2009. - Полный вариант.](#)
- В. Попов [Следите за курсом. Какие валютные резервы нужны России? - Политический журнал, № 1 \(178\) / 21 января 2008г.](#)
- Vladimir Popov, "Exchange Rate in the Resource Based Economy in the Short Term: The Case of Russia," *IUP Journal of Monetary Economics*, Vol. IX, No. 3, August 2011.
- Vladimir Popov, [To devalue or not to devalue? How East European countries responded to the outflow of capital in 1997-99 and in 2008-09. - CEFIR and NES working paper #154. January 2011.](#) Also published in *Acta Oeconomica*, Vol. 61, No. 3, September 2011.
- [Макроэкономическая политика для модернизации российской экономики. - Глава в книге "Стратегия модернизации российской экономики". Под ред. В.М. Полтеровича. С.-Петербург, "Алетейя", 2010](#) (также опубликована в книге «Россия "двухтысячных": Стереоскопический взгляд». Под ред. Генри Хейла и Ивана Куриллы. М.: Планета, 2011, С. 44-77).

Рисунок 1а. Валютные резервы, включая золото, в % к ВВП по официальному курсу и по паритету покупательной способности, в Китае.

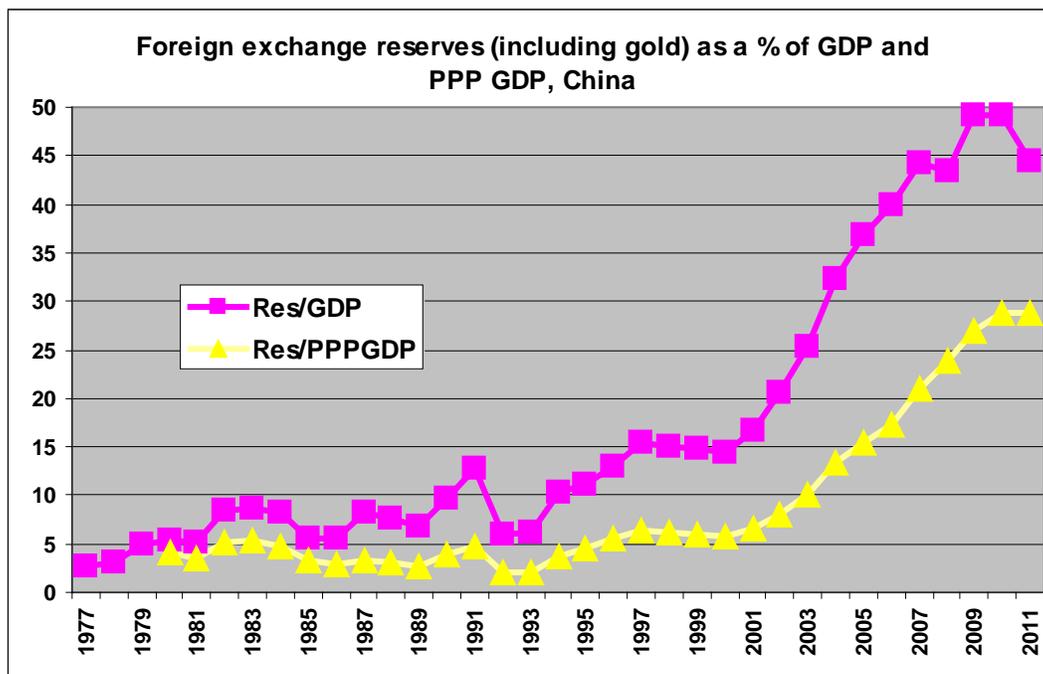
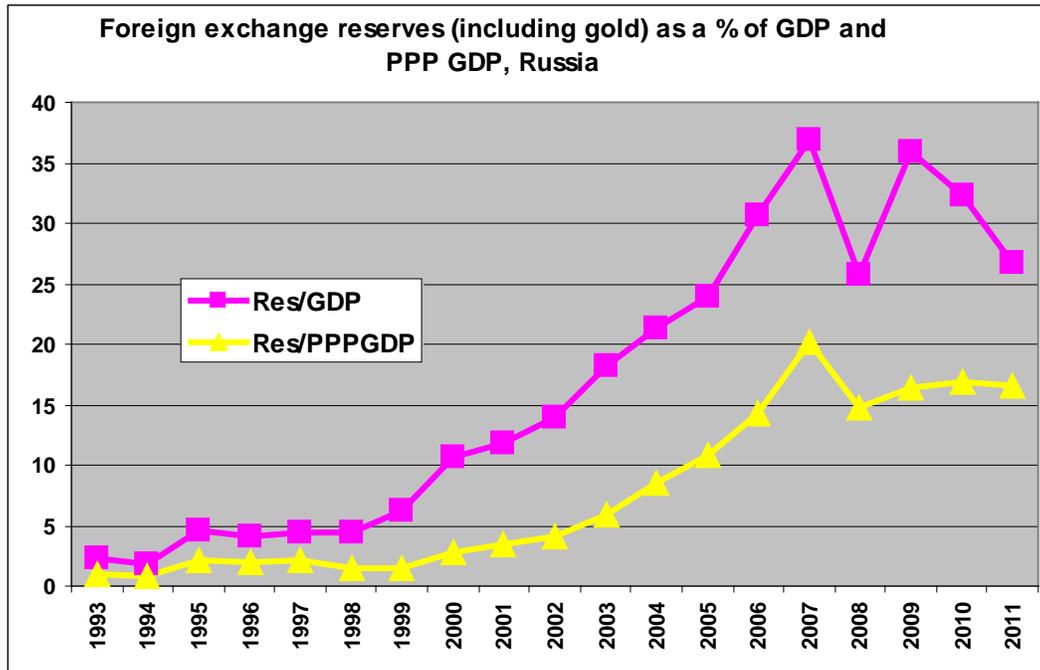
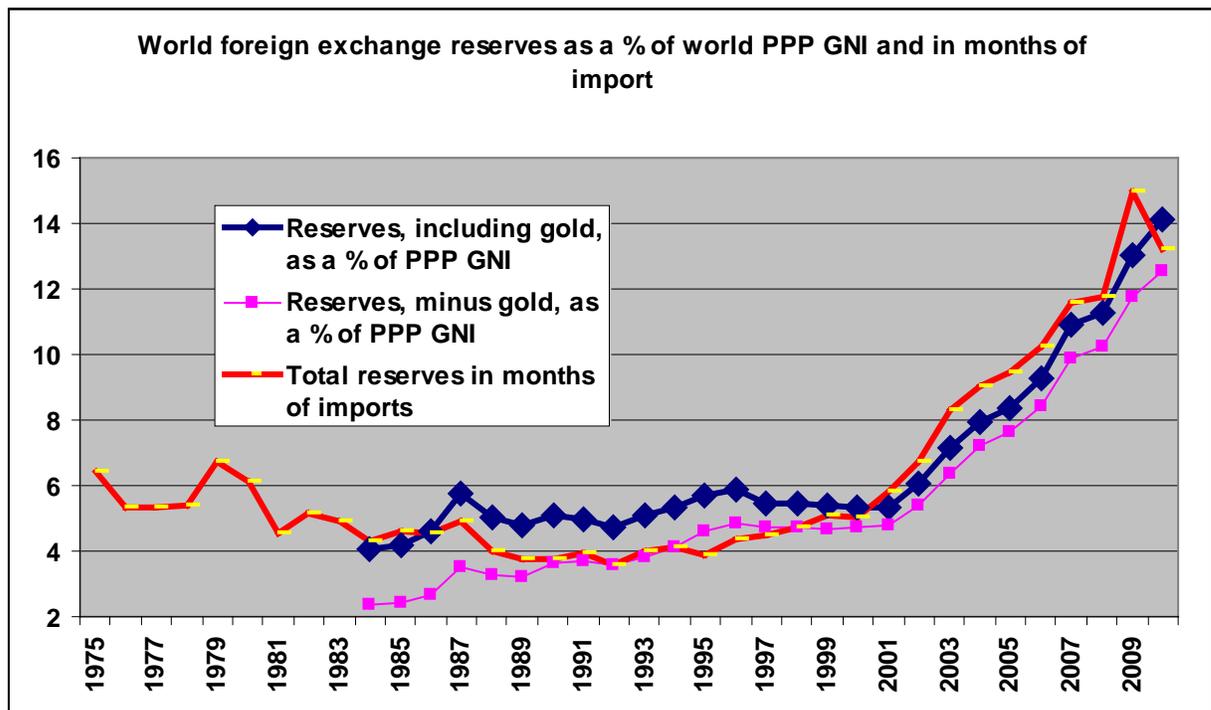


Рисунок 16. Валютные резервы, включая золото, в % к ВВП по официальному курсу и по паритету покупательной способности в России.



Источник: World Development Indicators.

Рисунок 2. Валютные резервы всего мира в % к валовому мировому продукту и в месяцах импорт.



Источник: World Development Indicators.

Рисунок 3. Как китайские “левые” видят накопление валютных резервов – ремейк (слева) картины Репина “Не ждали” (1884-8) и оригинал (справа).

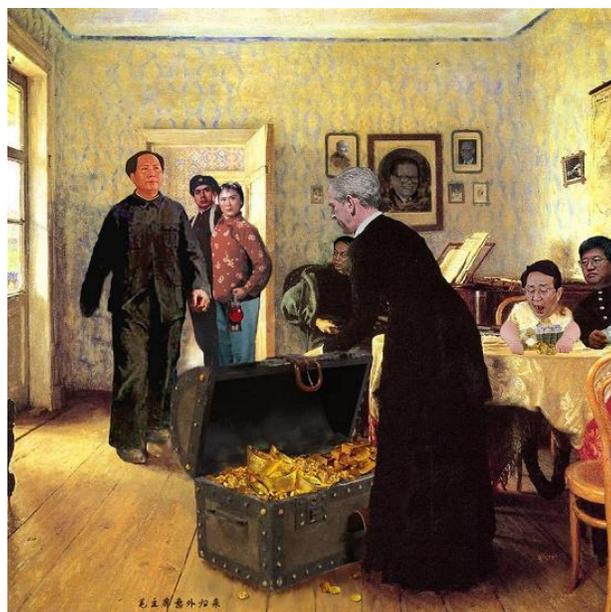
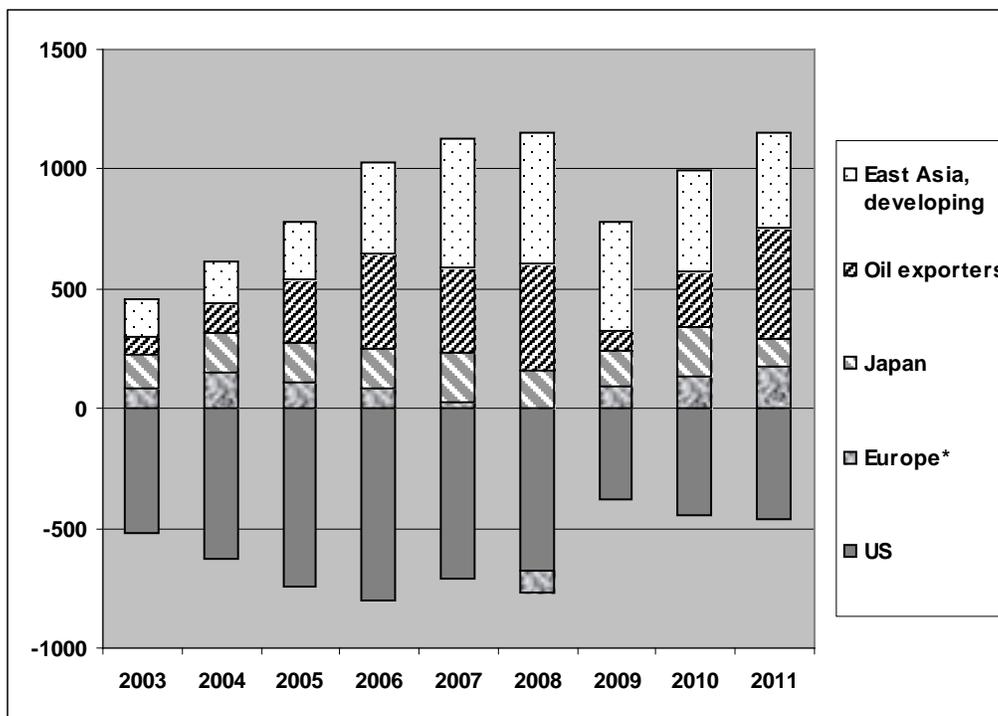
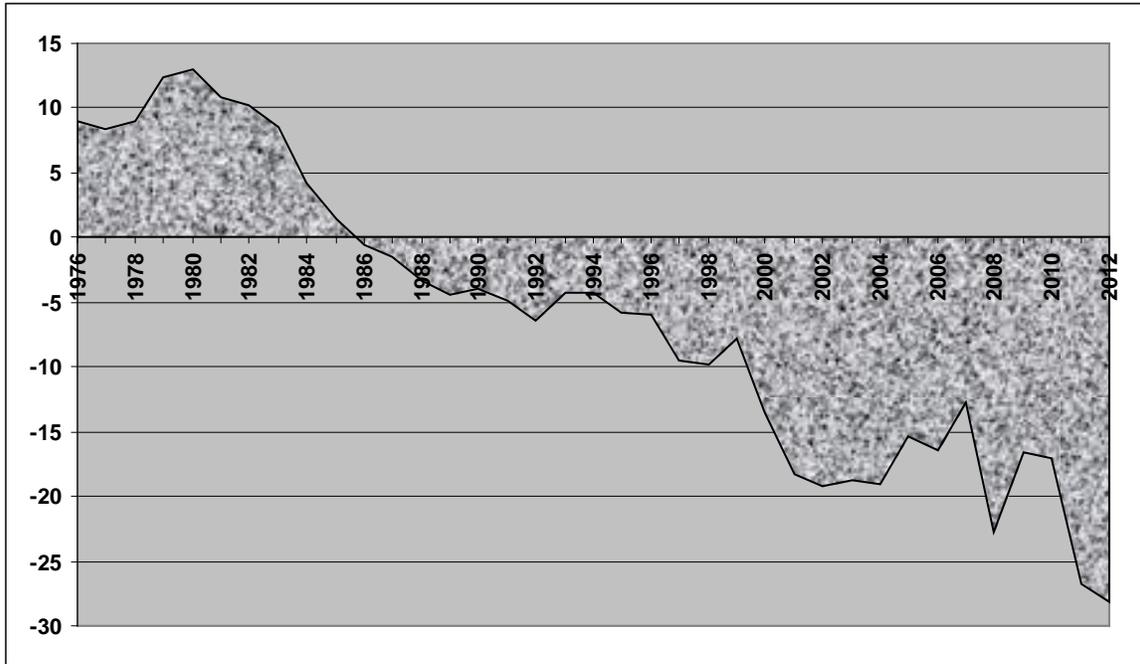


Рисунок 4. Платежный баланс по текущим счетам для некоторых стран и групп стран, 2003–2011 гг. (в млрд. долларов).



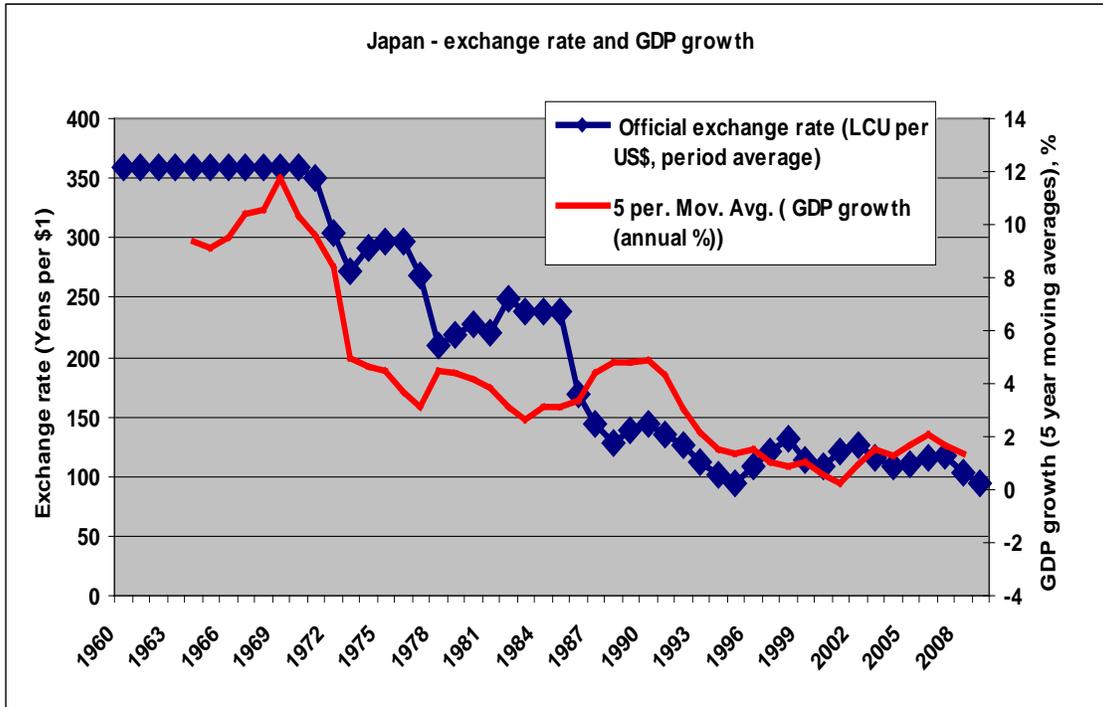
*Европа включает страны ЕС, Исландию, Норвегию и Швейцарию.
 Источник: World Economic Situation and Prospects. United Nations, NY, 2013.

Рисунок 5. Чистые международные активы США, % ВВП.



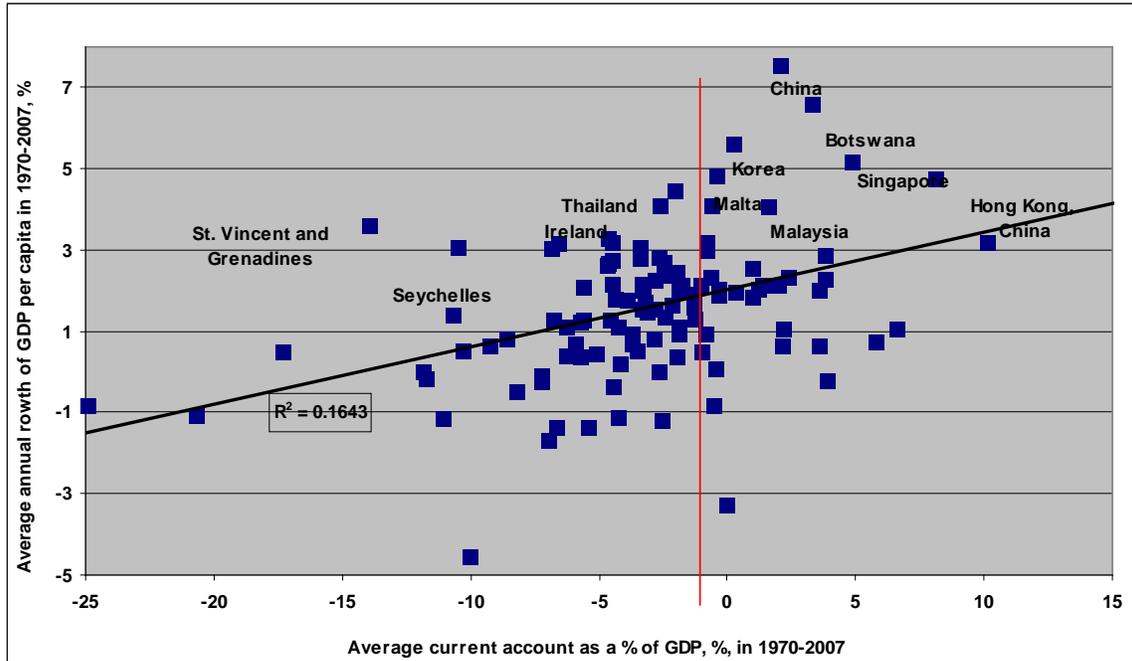
Источник: Bureau of Economic Analysis (<http://www.bea.gov/>)

Рисунок 6. Курс доллара в иенах и темпы экономического роста Японии в %.



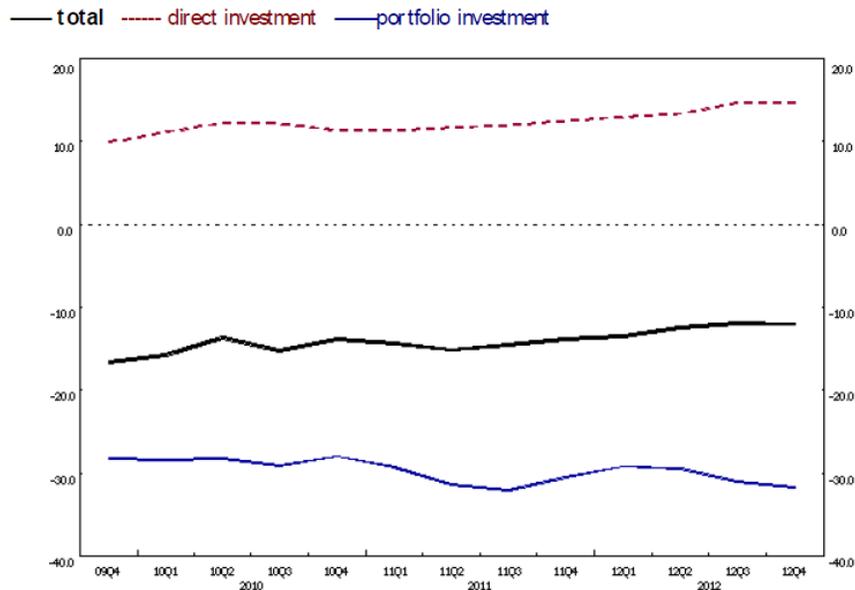
Источник: World Development Indicators.

Рисунок 7. Баланс счета текущих операций (в % ВВП) и среднегодовые темпы роста ВВП на душу населения в 1960 – 2007 гг.



Источник: World Development Indicators.

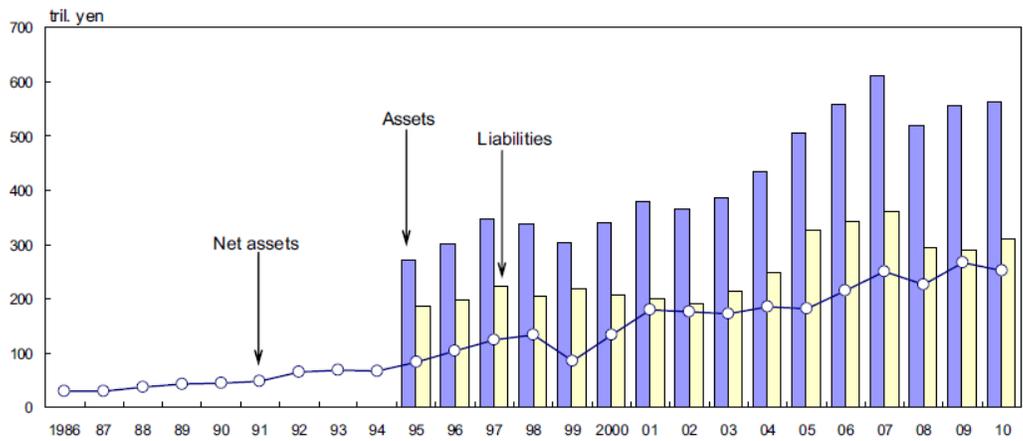
Рисунок 8. Чистые международные активы (+) или пассивы (-) Еврозоны по видам инвестиций в процентах от ВВП на конец периода.



Источник: European Central Bank

http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/PR-ECB-euro-area-balance-of-payments-february-2013.pdf

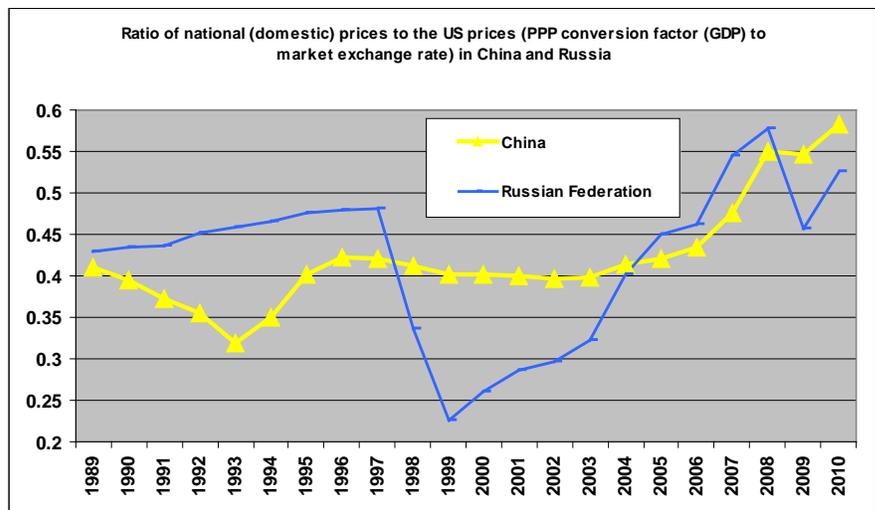
Рисунок 9. Иностранные финансовые активы и пассивы Японии, в триллионах йен.



Note: Figures for 1995 and after are calculated in accordance with the fifth edition of the *Balance of Payments Manual* issued by the International Monetary Fund (IMF), while those for years through 1994 are based on the fourth edition.

Источник: *Japan's International Investment Position at Year-End 2010 International Department, Bank of Japan. BOJ Reports and Research papers, August 2011*
http://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2011/data/ron110826a.pdf.

Рисунок 10. Отношение национальных цен в Китае и России к американским.



Source: World Development Indicators.

Таблица. Чистые международные активы в % к ВВП

Страна/год	Чистые международные активы в процентах к ВВП	Страна/год	Чистые международные активы в процентах к ВВП
Гонконг	2010 г. 308.6 2007 г. 233.6	Индия	2007 г. -6.5
Япония	2010 г. 53.5 2009 г. 56.5 2008 г. 44.4 2007 г. 48.5	Франция	2010 г. -11.5 2007 г. 13.4
Швейцария	2010 г. 136.1 2008 г. 123.2	Великобритания	2010 г. -13.2 2008 г. -4.6
Китай	2009 г. 36.5 2008 г. 34.5	Канада	2010 г. -16.2 2008 г. 0.8
Германия	2010 г. 42.1 2008 г. 26.2	Италия	2010 г. -17.1 2008 г. -12.9
Россия	2009 г. 9.1 2007 г. -9.4	США	2009 г. -19.4 2007 г. -17.7
		Бразилия	2007 г. -38.8
		Австралия	2010 г. -58.2
		Испания	2010 г. -87.1

Примечание: "International Investment Position", опубликованный центральными банками Германии, Швейцарии и Италии, а также статистическими ведомствами Китая, Канады и Великобритании. Данные по всем остальным странам взяты из сборника "Международная финансовая статистика" МВФ.

Источники: *Japan's International Investment Position at Year-End 2008 International Department, Bank of Japan. BOJ Reports and Research papers, August 2009* (https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2009/data/ron0908c.pdf); *Japan's International Investment Position at Year-End 2010. International Department, Bank of Japan. BOJ Reports and Research papers, August 2011* (http://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2011/data/ron110826a.pdf).

Elliott School of
International Affairs

THE GEORGE WASHINGTON UNIVERSITY

PONARS ● NEW APPROACHES
E U R A S I A ● TO RESEARCH AND
● SECURITY IN EURASIA

© PONARS Eurasia 2012. Данный текст основан на аналитической записке на английском языке с тем же номером. ПОНАРС Евразия представляет собой международную сеть ученых, разрабатывающих новые подходы к изучению проблем внутренней и внешней политики, безопасности и сотрудничества в России и Евразии. ПОНАРС Евразия базируется в [Институте исследований Европы, России и Евразии \(IERES\)](#) Школы международных отношений им. Эллиотта Университета Джорджа Вашингтона. Публикация осуществлена при поддержке грантов Корпорации Карнеги в Нью-Йорке и Фонда Джона Д. и Кэтрин Макартуров. www.ponarseurasia.org