

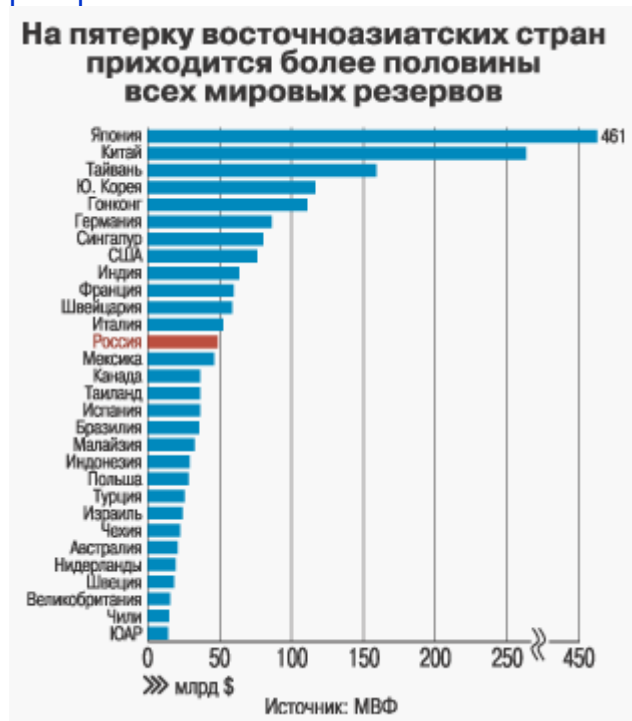
Последняя надежда

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

Виктор Полтерович (член-корреспондент РАН), Владимир Попов (доктор экономических наук, профессор РЭШ)

Упрямый и до сих пор мало исследованный экономистами факт состоит в том, что страны, ускоренно накапливающие золотовалютные резервы, растут быстрее других. Все десять развивающихся стран, которым удалось в 1960-2000 годах добиться повышения ВВП на душу населения на 3% в год и больше, от Ботсваны до Малайзии, увеличили отношение резервов к ВВП за этот период на 10-20, а то и больше процентных пунктов. В последние три года быстро накапливает резервы и Россия: после августа 1998 года резервы Банка России по абсолютной величине выросли вчетверо, превысив 48 млрд долларов, а в относительной оценке резервы выросли с менее 5% ВВП в среднем за 1993-1999 годы до 11,1% в 2000 году и более 14% сейчас.

На пятерку восточноазиатских стран приходится более половины всех мировых резервов



Существует явная зависимость между темпами экономического роста и темпами накопления валютных резервов, независимо от того, как мерить резервы - по отношению к ВВП или по отношению к импорту. Статистический анализ показывает, что эта связь очень устойчива и сохраняется даже тогда, когда

принимаются в расчет и другие традиционные факторы экономического роста: доля инвестиций в ВВП, исходный уровень хозяйственного развития (ВВП на душу населения), темпы роста населения. Причем, что крайне важно, зависимость эта действует только для развивающихся стран, а в развитых, богатых странах не просматривается.

Накопление резервов ведет к снижению не только номинального, но и реального валютного курса в сравнении с равновесным, поскольку повышение цен на товары, не являющиеся предметом международной торговли (non-tradables), не поспевает за номинальным обесценением валюты. Периоду быстрого роста, как правило, предшествует значительная девальвация в реальном исчислении. Скажем, в Чили, единственной латиноамериканской стране, сумевшей увеличить ВВП на душу населения более чем на 3% в год в 1975-1999 годах, реальный курс снизился в 1976-1981 годах в два раза. В Китае, рост которого в комментариях не нуждается, реальный курс юаня в период реформ практически непрерывно снижался и в 1988 году был в четыре раза ниже, чем в 1975-м, а затем таким низким и оставался. В Шри-Ланке и Индии, совсем недавно оседлавших конек роста, реальный курс упал вдвое в конце 70-х и в течение 80-х годов соответственно. Бывает, что после значительного понижения реального курса впоследствии, в ходе быстрого экономического роста, он несколько возрастает, как это было в Чили в 1985-1995 годах, оставаясь, однако, ниже первоначального уровня. В целом "экономические скороходы" в течение длительного времени поддерживали заниженный валютный курс.

За последние четыре года Россия вошла в число стран-лидеров по относительному размеру резервов:



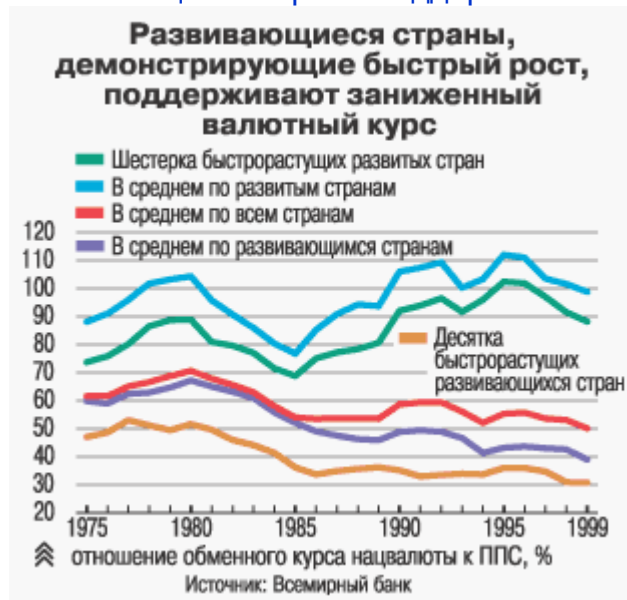
Россия начала свое независимое существование с очень низкого курса рубля. Согласно недавно пересмотренным данным Мирового банка, которыми мы и пользовались при сравнении разных стран, отношение российских цен к американским составило 14% в 1993 году, затем возросло до 40% в 1996-1997 годах, упало до 17% сразу после кризиса 1998 года и вновь возросло до примерно 25% сегодня.

Случайность, побочный эффект или экономическая политика?

Может быть, связь между накоплением резервов и экономическим ростом не более чем случайность? А может быть, накопление резервов лишь следствие быстрого роста? Ветер дует потому, что деревья качаются, или наоборот? И вообще, зачем стране валютные резервы и сколько надо их иметь?

Существующая теория опирается в основном на здравый смысл - считается, что резервы зависят от масштабов экономики, от объема внешней торговли, от степени подверженности последней нежелательным колебаниям мирохозяйственной конъюнктуры, от интенсивности трансграничных потоков капитала и от разницы между национальными и мировыми процентными ставками. Резервы должны быть достаточны для сальдирования платежного баланса без резкого изменения валютного курса. Больше не нужно, так как это дорого обходится - резервы, как и любой запас, могут быть созданы лишь за счет отвлечения средств и вкладываются в самые надежные мировые бумаги, процент по которым обычно значительно ниже национального.

Развивающиеся страны поддерживают заниженный валютный курс:



Мы попытались объяснить резервы с помощью всех перечисленных и других факторов (уровень ВВП на душу населения, размеры платежей по обслуживанию долга, сам долг - краткосрочный и долгосрочный - в процентах к ВВП, капитальные потоки, относительные размеры и волатильность внешней торговли, сальдо баланса по текущим операциям, разница в мировых и национальных процентных ставках), но хорошего объяснения не получилось. Оказалось, что статистически устойчивая связь прослеживается только между резервами и относительным (в процентах к ВВП) размером внешней торговли. Больше торговля - больше резервы. Большие страны, менее вовлеченные во внешнюю торговлю, чаще всего, хотя и далеко не всегда, имеют меньше резервов относительно ВВП, чем малые. Так, в 1999 году отношение резервов к ВВП в США составило 1,5%, в Японии - 7%, в Китае, лидирующем по абсолютной величине резервов (221 млрд долларов на начало 2002 года, и это без учета Тайваня и Гонконга) - 16%, в Индии - 8%, а в Сингапуре - 90% (абсолютный размер резервов 76 млрд долларов). В России в 1999 году, сразу после кризиса, это соотношение едва достигало 3%, а сейчас подскочило до

14%. Однако даже после коррекции резервов на разные объемы внешней торговли межстрановые различия остаются огромными. С чем это связано? Почему у Ботсваны валютных резервов хватает для поддержания импорта в течение 24 месяцев, а у схожей по размерам внешней торговли Ямайки (40-50% ВВП по ППС) не хватит и на два месяца?

Ответ, видимо, состоит в том, что эти межстрановые различия связаны с разной политикой - некоторые страны склонны накапливать резервы больше, чем остальные.

Только двенадцать стран увеличили резервы больше чем на 15 процентных пунктов ВВП в 1960-1999 годах. Среди них всем известные чемпионы роста (Ботсвана, Китай, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Филиппины, Чили) и некоторые другие страны, страдающие от войн и политической нестабильности (Гайана, Гондурас, Израиль, Никарагуа). Ускоренное увеличение валютных запасов в этих странах, равно как и в ряде других - с менее значительным, но все же сильно опережающим рост внешней торговли накоплением резервов, - приходится объяснять государственной политикой, не важно, проводится она сознательно или является побочным эффектом других мер по управлению экономикой.

Страны, сильно вовлеченные во внешнюю торговлю, имеют большие резервы:



Издержками такой политики могут быть ускорение инфляции (если центробанк покупает валюту за счет выпуска денег в оборот), увеличение госдолга (если центробанк финансирует закупку валюты через продажу гособлигаций) и необходимость поддерживать профицит бюджета (если государство эти облигации тут же выкупает). Фактические данные не свидетельствуют о том, что в странах с ускоренным накоплением резервов инфляция была выше; как правило, эти страны поддерживали профицит бюджета, реже - имели чуть более высокий госдолг.

Накапливая резервы, мы фактически изымаем из экономики валюту, которую в ином случае можно было бы потратить на потребление или инвестиции. Как же такая политика может стимулировать рост? И почему в одних странах она приводит к ускорению роста, а в других нет?

Механизм роста, ведомого резервами

Наш анализ всей доступной нам статистики (около 50 стран в период 1960-1999

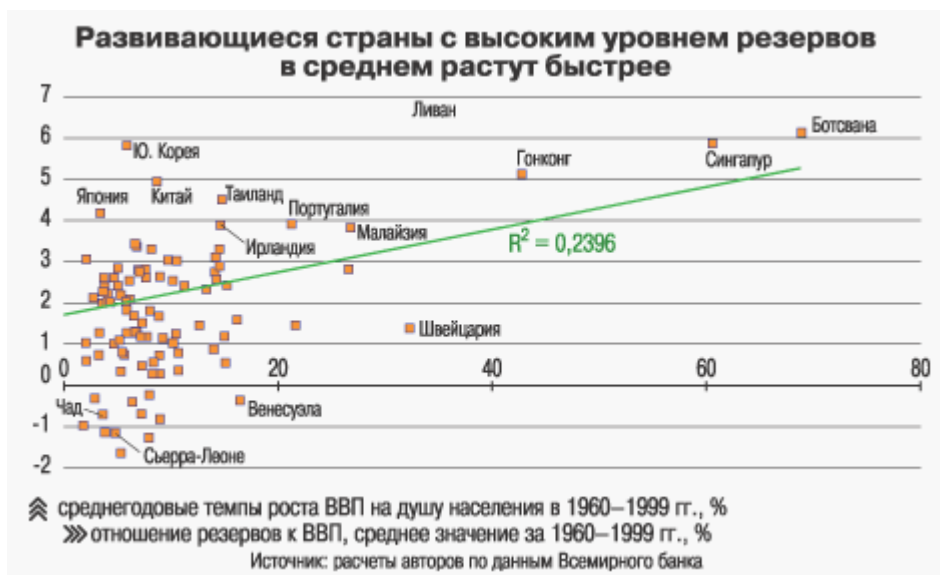
годов и около 100 в 1975-1999 годах) позволяет выделить несколько механизмов стимулирования роста через накопление резервов. Исходной точкой процесса выступает сознательное снижение реального курса местной валюты за счет скупки национальным банком иностранной валюты в свой резерв. Снижение курса ведет к падению относительной зарплаты и относительных цен на товары и услуги, не вовлеченные во внешнюю торговлю (non-tradables), - так, как это было в России после августовского кризиса 1998 года. Поскольку в результате девальвации номинальные заработки и цены non-tradables отстают от повышения цен на торгуемые товары (tradables), повышается общий уровень рентабельности в экономике и создается потенциал роста. Такой механизм должен сработать в любой стране - и развитой, и развивающейся; беда только в том, что он недолговечен и может снизить потребление - по крайней мере на первых порах.

Через некоторое время более высокая прибыльность трансформируется в расширение производства и инвестиций, что ведет к росту спроса на труд и non-tradables и повышению относительных цен на них, что, в свою очередь, подрывает прибыльность и возвращает экономику к додевальвационным темпам роста.

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

Далее, накопление резервов и низкий курс стимулируют экспорториентированный рост, который позволяет получить выгоды от равнения местных производителей на мировой, а не на национальный рынок. Собственно говоря, любое укрепление связи с мировым рынком - и через импорт, и через экспорт - дает выигрыш от международной специализации. Похоже, однако, что экономика развивающейся страны больше выигрывает от облегчения доступа национальным производителям на мировой рынок через девальвацию, чем от удешевления импорта из-за ревальвации. Свидетельство тому - успех политики экспорториентированного роста и проблемы с импортзамещающей моделью развития.

[Развивающиеся страны в среднем растут быстрее:](#)



Наконец, на определенной стадии ускорения роста срабатывает еще один механизм: накопление резервов помогает привлечь прямые иностранные инвестиции, поскольку заниженный валютный курс удешевляет национальные активы в долларовом исчислении. Кроме того, и это не менее важно, инвесторы воспринимают устойчивую способность властей накапливать резервы как сигнал, свидетельствующий о силе правительства и серьезности его намерений. Последовательность в политике вообще дорого ценится - она говорит о высокой степени консенсуса среди элиты и о способности правительства противостоять неблагоприятной конъюнктуре.

Так или иначе, существует очень сильная связь между накоплением резервов в предшествующие десять-двадцать лет и притоком прямых иностранных инвестиций. Китаю удалось запустить этот механизм привлечения осязаемых объемов прямых иностранных инвестиций только с начала 90-х годов, через пятнадцать лет после начала экономических реформ и провозглашения политики открытых дверей, а до этого, несмотря на быстрый экономический рост и накопление резервов, прямые иностранные инвестиции исчислялись только несколькими миллиардами долларов, как сейчас в России, а не десятками миллиардов ежегодно, как с середины 90-х годов.

Когда начинается масштабный приток прямых инвестиций из-за границы, резервы начинают расти и по этой причине, так что возникает выбор: допустить некоторое повышение реального валютного курса, потратив резервы на что-нибудь полезное, или препятствовать его повышению, направляя весь приток капитала на накопление резервов. Преждевременный отказ от политики низкого курса может привести к замедлению роста. Многие страны не устояли против соблазна потратить резервы, но Китай, надо сказать, как раз устоял, поддерживая реальный курс в 90-е годы на уровне 20-25% от ППС и даже проведя 30-процентную девальвацию юаня в 1994 году в ответ на ускорение инфляции и ухудшение торгового баланса.

Впрочем, если в стране уже создан эффективный экспортный сектор и установился привлекательный инвестиционный климат, то не страшно, если реальный валютный курс повысится в результате притока иностранных инвестиций, превосходящего накопление резервов. Экономика продолжит рост, поддерживаемый активностью инвесторов. Именно так (с известными вариациями, разумеется) развивались события в Японии, Корее, на Тайване, в Гонконге и Сингапуре - в пяти странах, которые в прошлом веке

сумели превратиться из развивающихся в развитые. Теперь они не поддерживают заниженный курс и не накапливают резервы. Сегодня они уже на другой стадии развития, когда приоритетный рост экспорта не столь важен (так как внутренний рынок уже интегрирован с мировым), а для привлечения иностранных инвестиций не нужны демонстрационные эффекты (предсказуемость политики в развитой стране и так высока, а о предполагаемой доходности вложений инвесторам сигнализирует отлаженный рынок ценных бумаг).

Вместо послесловия

Общая величина золотовалютных резервов, накопленных в мире, превышает сегодня 2 трлн долларов, из них две трети сконцентрированы в странах Восточной Азии. Отношение резервов к ВВП в мире за последние сорок лет сильно колебалось из-за изменения цены на золото и составляет сейчас 6-7% - чуть больше, чем в 1960 году. Однако, если исключить золото, доля которого в резервах сократилась сегодня до 10% (только в США она находится на уровне 50%), то прослеживается известная тенденция к росту - с 2% в 60-е годы, когда еще существовала Бреттон-Вудская система твердых валютных паритетов, до 4% в 70-80-е годы, когда преобладали плавающие курсы, и до 6% в 90-е годы, когда резко выросли масштабы международного движения капитала

Итак, накопление резервов не является ни необходимым, ни достаточным условием роста. В стране может быть плохой инвестиционный климат или, того хуже, идет война, так что, несмотря на накопление резервов, темпы роста отрицательные; или же, как в развитых странах, при хороших институтах и работающем рынке можно выйти на оптимальную траекторию роста и без потерь в виде накопления валютных резервов. Тем не менее для стран, которым трудно добиться повышения темпов роста другими мерами, которые не могут улучшить институты, укрепить правопорядок и искоренить коррупцию, накопление резервов часто оказывается последним доступным средством стимулирования роста.

Россия, серьезно поднакопившая валютные резервы после кризиса 1998 года, пока что пребывает в самом начале процесса роста, ведомого резервами. Нужно ли нам стимулировать экспорт? Экспорт-то у нас в основном сырьевой, а потенциальный выигрыш от экспортной экстерналии связан главным образом с вывозом продукции высокой степени обработки. Чтобы получить в полной мере дивиденды от накопления резервов, необходим механизм инвестирования растущих доходов от экспорта сырья в несырьевые отрасли. Тогда начнется экспорт машин и оборудования, российский рост перестанет зависеть от конъюнктуры нефтяного рынка, и выгоды от международной специализации специализации и создания новых рабочих мест получат российские, а не западные потребители.

Сможем ли мы и дальше накапливать резервы? Или же, как только цены на нефть понизятся, мы станем тратить резервы и ревальвируем реальный курс, чтобы поддержать импорт, обесценив сделанные в последние четыре года вложения в политику, уже начавшую приносить выгоды и сулящую еще большие выгоды в будущем?