УДК 330.34, 338.1

Ключевые слова: ресурсообеспеченность, экономический рост, монетарная политика, качество институтов

МОНЕТАРНЫЕ ЛОВУШКИ В РЕСУРСОИЗБЫТОЧНОЙ ЭКОНОМИКЕ: ПОСЛЕДСТВИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА И ИСПЫТАНИЕ КРИЗИСОМ

к.э.н. К.П. Юрченко

Мировая экономика, столкнувшись с назреванием финансового кризиса в 2007 году и бифуркацией непозитивной макроэкономической динамики в 2008 году, постепенно начинает восстанавливаться. Вместе с тем, на поле сражения с тяжелейшим за последние годы кризисом остались "убитые" и "раненые". Несмотря на многочисленные высказывания экономистов о важной позитивной роли кризиса как очистителя от всего неэффективного, тяжело осознавать, что Россия – одна из стран, оставшихся пока на поле сражения. В настоящей статье предпринята попытка, используя существующие наработки в области макроэкономической политики и в сфере анализа экономического роста ресурсозависимых стран, объяснить, что одним из наиболее мощных механизмов, усиливших негативное воздействие кризиса на экономику, стала недальновидная монетарная политика, закрепившая ненужные закономерности и оказавшаяся столь же негативно инертной, сколь и противоречащей требованиям устойчивого экономического роста.

Введение

2008 год стал не только "моментом истины" для модели мировой экономики, сформировавшейся на волне послевоенных структурных преобразований, но и проверкой на прочность и устойчивость стратегий экономической политики отдельных стран. Резкая нисходящая корректировка конъюнктуры мировых сырьевых рынков обнаружила все недостатки, которые таила в себе модель экономического развития, ориентированная на доходы экономики, поступающие от сырьевого экспорта. Но, что важнее, под еще больший удар попали страны, в экономике которых зависимыми от резко подешевевшего экспорта оказались государственный бюджет и ликвидность в денежном секторе. К такому типу стран относится Россия, и, вероятно, именно этим объясняется столь глубокий масштаб потрясений, свалившихся на экономику страны во второй половине 2008 года, несмотря на то, что всего лишь несколькими месяцами ранее, когда в западных странах уже вовсю разворачивался механизм финансового кризиса, именно Россия признавалась многими инвесторами "тихой гаванью".

Ресурсозависимость как катализатор усиления эффекта кризисного воздействия на экономику: постановка проблемы.

В работах многих экономистов, обращавшихся к проблеме истоков экономического кризиса, можно найти свидетельства о значительной роли, которую в его назревании сыграли неравновесность и разбалансированность потребительских рынков, недальновидность и высокорискованность рынков инвестиционных, а также крайне неудовлетворительная институциональная инфраструктура (*Шаститко, 2008*). Все эти аргументы, безусловно, находят свое подтверждение при анализе эмпирических данных по разным странам и регионам мира. Вместе с тем, нередко за пределами анализа остаются вопросы формирования и функционирования денежного

сектора экономики. Это можно объяснить сохранившимся, до некоторой степени, принципом неоклассической дихотомии в экономической науке, в соответствии с которым денежный рынок принято было считать второстепенным или вспомогательным по отношению к реальному сектору, призванному лишь реагировать на фундаментальные движения экономики и обеспечивать ее деньгами. Однако, в связи со все более глубоким проникновением финансовых рынков в структуру современной экономики, они стали все чаще приобретать черты системообразующего сектора, который в ряде стран стал устойчиво превалировать над реальным производством товаров и услуг. Сам же по себе финансовый сектор, как известно, отличается повышенной волатильностью по сравнению с фундаментально более устойчивым и инертным реальным сектором: он способен обеспечить быстрый головокружительный экономический рост, хотя и в состоянии обречь страну на столь же стремительный и оглушительный крах.

Именно легкость достижения быстрого экономического роста привела к тому, что финансовый сектор опережающими темпами расширялся и в тех странах, в которых логика эволюционного развития экономики говорила, что делать этого пока не стоит. В итоге, в течение 90-х годов XX века диктат финансовых рынков в экономике распространился практически по всему миру. Но, как уже было сказано выше, это стало источником повышенной нестабильности экономики, которая стала зависимой от слишком подвижных переменных фондового, кредитного и валютного рынков. Для успешного регулирования такой экономики нужны эффективные и стратегически верно рассчитанные инструменты монетарной политики, выработать которые удается далеко не всем странам, да и времени это занимает очень много. Развивающаяся в рамках традиционного делового цикла экономика неизбежно проваливается в пропасть кризиса, не успев в промежутке между нисходящими фазами выработать грамотную монетарную политику.

Таким образом, можно предположить, что именно не совсем адекватная монетарная политика стала одним из ключевых провокаторов глобального экономического кризиса, существенно превзошедшего масштабы простого финансового потрясения и продолжающего углубляться в реальный сектор мировой экономики.

Для сужения рамок анализа и приближения его к актуальным интересам российской экономики, в настоящей статье мы обратим внимание на особенности монетарной политики, которую в период докризисного роста (то есть, до 2008 года) реализовывали страны, экономика которых оказалась тем или иным способом зависима от экспортных поступлений и ощущала, таким образом, симптомы “голландской болезни”. Эмпирически мы будем опираться на данные по российской экономике, проводя время от времени параллели с другими схожими странами.

Какие монетарные стратегии адаптировались странами-экспортерами ресурсов? Каковы фундаментальные факторы, обеспечивающие их эффективность? В состоянии ли такие страны были удерживать монетарный контроль в долгосрочной перспективе? Какие слабые места показали применяемые монетарные стратегии? Какие монетарные ловушки были порождены действиями монетарных властей? Смогли ли денежные власти адекватно и своевременно отреагировать на кризис и, если нет, то почему? На эти и на ряд других вопросов мы попытаемся ответить, проведя настоящее исследование.

Ответ на вопрос, насколько же монетарная политика “тучных лет” ответственна в усугублении кризиса в стране, может оказаться полезным для выработки политики Центрального Банка в перспективе. Ведь, являясь наиболее компетентным регулятором экономики, именно ЦБ может, в конечном итоге, предложить политику по наименее затратному и стратегически верному выходу из кризиса. Несколько забегая вперед, следует отметить, что в случае с Россией (в отличие от многих Западных стран)

надежды на Правительство как “финансовый локомотив” выхода из кризиса не оправдались, потому ЦБ остается “спасителем в последней инстанции”.

В рамках настоящего исследования мы будем исходить из гипотезы, что именно сформировавшийся в России передаточный механизм монетарного реагирования (именно монетарного реагирования, а не монетарной политики, которой, по существу, не было, поскольку динамика показателей денежного сектора просто отражала ситуацию с экспортными доходами), с которого экономика не смогла перестроиться в ухудшающихся условиях, привел к резонансному удару кризиса по кредитному рынку и, через него, по реальному сектору. Вместе с тем, резервные механизмы монетарной поддержки, которые создавались ранее, и на которые возлагались большие надежды, так и не заработали.

Впрочем, многие экономисты склоняются к тому, что “голландская болезнь” приводит не только к возникновению проблем сугубо финансового и экономического в целом порядка, но и влечет за собой серьезные институциональные дисбалансы. Генерируемые при этом некачественные институты обостряют неадекватность реакции экономики на кризисные ситуации (которые случаются с математической неизбежностью) и затрудняют выход экономики из кризиса. При этом, подобные институты обладают завидной устойчивостью и, используя устоявшуюся терминологию, их можно назвать институциональными ловушками либо даже институциональными тупиками. Озвученная проблема, рассматриваемая в комплексе, получила в экономической науке название “ресурсное проклятие”: именно такой термин впервые применил Р. Аути (*Auty, 1993*) и развили Дж. Сакс и Э. Уорнер (*Sachs and Warner, 1995*) в первой половине 90-х годов.

Теория об экономической политике в ресурсозависимых странах: институциональные тупики и проблема согласования интересов.

Экономическая политика в странах с ресурсозависимой экономикой обладает рядом характерных особенностей, обособливающих ее от экономической политики стран, экономика которых обладает диверсифицированной отраслевой структурой. В мировой экономической литературе, посвященной данному вопросу, собственно механизмы экономического регулирования рассматриваются весьма опосредованно. Непосредственно монетарной политике в стране-экспортере ресурсов внимания уделено еще меньше. Здесь следует отметить работы, посвященные анализу успешного, в целом, опыта Норвегии, сумевшей преодолеть зону риска сваливания в “голландскую болезнь” и реализовать достаточно либеральный вариант монетарной политики, не порождающий ни тенденции к разгону инфляции, ни тенденции к гипертрофированному расширению денежной массы, ни тенденции к чрезмерному укреплению национальной валюты[1]. Впрочем, пример Норвегии, хоть весьма позитивен с точки зрения реально полученных результатов, но, к сожалению, не репрезентативен к прочим странам малоприменим. Во многом это объясняется не столько экономическими, сколько институциональными причинами. Авторами большинства работ, посвященных вопросам монетарного регулирования в странах-экспортерах ресурсов, делается вывод о том, что, в конечном итоге, выбор монетарной стратегии определяется соотношением факторов, характеризующих динамику экспортных цен и долю, которую во внутреннем потреблении занимают блага импортного производства. Именно они обусловливают масштабы реакции экономики на давление, которое Центральный Банк оказывает на денежную массу, инфляцию или

[1] Оценка различных вариантов монетарной политики для Норвегии предложена, напр., в (*Soikkeli, 2002, Gausdal, Svensson*).

обменный курс национальной валюты[1]. Рассмотрению этого вопроса будет посвящен следующий раздел настоящей статьи.

Основной акцент при исследовании особенностей развития ресурсозависимых экономик авторы делают на искажениях институциональной структуры экономики, которые приводят к сбоям эффективности экономической политики. Как известно нефтяной бум 1973-1974 гг. привел к всплеску коррупции, искажению структуры собственности, наращиванию заимствований и, как следствие, к серьезному урону, нанесенному общественному сектору и во многих странах, экспортировавших нефть. Начало исследований данного феномена было положено А. Гельбом (*Gelb, 1988*). Значительный вклад в исследования причин и сущности "ресурсного проклятья" внесли уже упомянутые выше Дж. Сакс и Э. Уорнер. Систематизатором идей исследователей в этой области можно считать Р. Аути, не только обобщившего накопленный опыт изучения проблемы, но и добавившим значительный собственный вклад в ее разработку[2]. Опираясь на идею "голландской болезни", изложенной и обоснованной М. Корденом (*Corden and Neary, 1982; Corden, 1984*), авторы аргументировано доказывают, что краткосрочный экономический всплеск, возникающий на волне поступления в страну экспортных сырьевых доходов, приводит к постепенной деиндустриализации экономики, ухудшению качества экономического роста и, как правило, к его замедлению, а то и к остановке в долгосрочной перспективе.

В среднесрочном периоде, даже в случае сохранения высоких цен на нефть, в странах-экспортерах нефти растет реальный курс национальной валюты и сокращается чистый экспорт под действием эффекта вытеснения в открытой экономике. Влияние положительного ценового шока на экономику постепенно исчерпывается за счет потери конкурентоспособности несырьевого сектора. Именно эта закономерность и формируется "голландской болезнью". Кроме того, остается и негативное влияние традиционного эффекта вытеснения на инвестиции вследствие повышения процентных ставок, возникающего ввиду инфляционного роста последних по причине чрезмерной накачки экономики деньгами. Другими словами, экспорт природных ресурсов с параллельным замещением производства отечественных благ импортом практически неизбежно приводит к уменьшению реального потенциала страны-экспортера. Таков общий вывод большинства исследователей.

Снижение цен на нефть в такой ситуации в большинстве случаев приводит к резкому ухудшению платежного баланса и создаст высокую вероятность валютного кризиса и девальвации национальной валюты по одному из сценариев, формализованных в известных моделях валютных кризисов[3]. Именно на периоды снижения мировых цен на энергоресурсы приходятся валютные и финансовые кризисы либо замедление экономического роста и снижение душевого дохода в странах-экспортерах нефти (Россия, Мексика, Венесуэла, Нигерия, арабские государства).

Вместе с тем, нельзя не обратить внимание и на появление в последнее время работ, подвергающих сомнению сам факт "ресурсного проклятия" и обосновывающих проблемы ресурсоизбыточных стран не столько наличием в структуре их экономики значимой ресурсной составляющей, сколько неспособностью и неумением эффективно распоряжаться получаемыми от нее доходами и грамотно реинвестировать их. Ведущей из таких исследований можно считать работу К.Брюнншвейлер, автор которой показывает, что многие из стран, входящих сегодня в группу экономических лидеров, полтора-два столетия назад начинали развивать свою экономику как раз в условиях высокой обеспеченности ресурсами (*Brunnshweiller, 2006*). Для них обилие ресурсов не

---

[1] Суммированный взгляд на приоритеты определения стратегии монетарного регулирования можно найти в: (*Дробышевский, Козловская, Трунин, 2004*)

[2] Обзор работ о "ресурсном проклятии" можно найти в: (*Auty, 2001*)

[3] См., напр.: (*Krugman, 1993*).

стало причиной закрепления некачественных институтов и препятствием для долгосрочного экономического роста.

В современных работах, посвященных затронутой теме, в том числе и в упомянутых нами, разграничиваются понятия ресурсообеспеченности с одной стороны, и ресурсоизбыточности (resource abundance) и ресурсозависимости (resource dependence) с другой, что весьма принципиально для исследовательских выводов. Ресурсообеспеченность подразумевает наличие в стране достаточных запасов природных ресурсов, позволяющих поддерживать и наращивать собственное производство. Ресурсоизбыточность означает, что экономика не в состоянии переработать имеющиеся у нее ресурсы с достаточной эффективностью. Поэтому оказывается целесообразным их экспортировать. Экономическая история свидетельствует, что экспортные доходы от продажи ресурсов в большинстве случаев влияют на рост благосостояния населения, которое постепенно привыкает к возросшим доходам. Однако ценовая конъюнктура мирового энергетического и сырьевого в целом рынка нестабильна, а сами ресурсы исчерпаемы. Таким образом, подобная модель экономики препятствует формированию механизма устойчивого роста, делая экономику страны конъюнктурно зависимой от колебаний мировых цен на экспортируемые ею блага. В подтверждение того факта, что высокая ресурсообеспеченность как таковая не порождает феномена "ресурсного проклятия" можно привести примеры США и Норвегии, добывающих значительное количество той же нефти: ресурсоизбыточными и, тем более, ресурсозависимыми их назвать нельзя. Выводы, аналогичные описанным выше, можно найти в работах Т. Гилфасона (*Gylfason, 2002, 2004*) и Дж. Хартвика (*Hartwick, 1990*).

Таким образом, исследователи приходят к выводу, что ресурсообеспеченность вовсе не обязательно приводит к возникновению "ресурсного проклятия": для того, чтобы этого не случилось, необходимо создать мощный перерабатывающий сектор в стране, который будет осваивать имеющиеся запасы ресурсов, создавать новую добавленную стоимость и обеспечивать качественный и устойчивый экономический рост. Однако на пути становления такой экономики немало ловушек, приводящий к формированию и закреплению нехороших институтов, препятствующих устойчивому развитию.

В контексте развития современных теорий особенно интересны выводы, полученные российскими экономистами В.М. Полтеровичем, В.В.Поповым и А.С. Тонисом (*Полтерович, Попов, Тонис, 2007*), показавших, что: во-первых, ресурсообеспеченность усиливает влияние несовершенств рынка, приводя к неэффективному использованию природных ресурсов; во-вторых, в зависимости от качества институтов ресурсообеспеченность может как замедлить так и ускорить экономический рост; в-третьих, ресурсообеспечнность ухудшает качество слабых институтов; в-четвертых, ресурсообеспеченность часто приводит к искажениям экономической политики, во главу угла которой ставятся наращивание золотовалютных резервов, регулирование валютного курса, чрезмерная зарегулированность иностранных инвестиций, стратегически невыверенная промышленная политика, а также формируется высокая монопольная власть и без того крупных предприятий. В итоге авторы приходят к выводу, что улучшение качества институтов позволяет осуществлять экономическую политику, способствующую преодолению "ресурсного проклятия".

Среди ряда исследований, описывающих институциональные последствия ресурсоизбыточности экономики, особо стоит отметить работы Х. Мехлума, К. Мёнэ и Р. Торвика, в которых на первый план выдвигается проблема "грабберства" как

специфичного институционального феномена, практически неизбежно возникающего и активно развивающегося в ресурсозависимой экономике [1].

Принципиально важна идея, обоснованная многими из приведенных авторов, сводится к тому, что ресурсное проклятье не возникает как прямое следствие ресурсоизбыточности. Если в стране сформировались условия для эффективной переработки ресурсов и последние были вложены в отрасли, создающие значительную добавленную стоимость, то эффекта торможения экономического роста не возникает. Если же становления перерабатывающей промышленности не произошло и ресурсы начали активно экспортироваться, то ресурсного проклятья не избежать.

Х. Мехлум, К. Мёнэ и Р. Торвик видят основную причину реализации второго сценария именно в институциональной слабости государства, которое по каким-то причинам оказывается неспособным на ранних этапах освоения ресурсных месторождений сформировать институты, ориентированные на поддержку развития перерабатывающей промышленности (producer friendly institutions). Поскольку процесс институционального развития становится нерегулируемым с позиций долгосрочного развития национальной экономики, начинают активно появляться и стремительно усиливаются некачественные институты, не способствующие экономическому росту (grabber friendly institutions). Эти институты реализуют краткосрочные цели, понимая, что со временем государство может принять меры для их устранения. Поэтому их ориентир – как можно скорее монетизировать полезность от имеющихся ресурсов (то есть, извлечь ресурсы и продать, а вырученные деньги вывести за пределы досягаемости государства, то есть, разместить их вне национальной экономики). Поскольку “грабберы” сильнее и адаптивнее “производителей”, их удельный вес в экономике быстро растет, что все больше мешает развитию последних. Экономика начинает все больше ориентироваться на перераспределение, чем на производство. “Грабберы” мешают развитию “производителей”, которые, в свою очередь, также иногда предпочитают стать “грабберами”, чтобы сохранить свой бизнес, так как быть “производителем” в стране, где господствуют “грабберы” крайне невыгодно. Производство, тем временем, сокращается, приостанавливая экономический рост. Экономика постепенно приходит в упадок. По мере уменьшения числа “производителей” “грабберы” все ожесточеннее конкурируют между собой за право перераспределять то, что они создали. Они начинают представлять значительную силу, способную лоббировать свои интересы даже на уровне национального правительства. Это приводит к вооруженным конфликтам, а порой и к гражданским войнам (например, Нигерия, Ангола). В итоге, в худшем случае, экономический рост в таких условиях становится просто невозможным.

Страны, попавшие под воздействия феномена ресурсного проклятья, запускают экономическую политику, ориентированную на стимулирование долгосрочного экономического роста. В лучшем случае, занимаясь экономикой, они стремятся сдерживать значительные притоки валюты в периоды высокой конъюнктуры мировых рынков, чтобы не спровоцировать инфляционных скачков у себя (например, Россия в 2003-2008 гг.). В худшем случае не делается даже этого, и страна просто пользуется свалившимися на нее сверхдоходами от ресурсного экспорта в годы высокой конъюнктуры и также страдает от недостатка средств, когда конъюнктура падает, приобретая “голландскую болезнь” (например, Венесуэла).

Так или иначе, если макроэкономическая политика все же реализуется, она начинает выполнять стерилизационные функции, призванные снять избыток ликвидности с экономики. А нужна, тем временем, структурная промышленная политика, способная направить экспортные доходы на инвестирование и развитие

[1] Наиболее полное изложение специфики возникновения “грабберства” можно найти в: (*Mehlum, Moene, Torvik, 2005, 2006*).

перспективных секторов экономики, как это было сделано, например, в Норвегии в 80-е годы XX века.

В целом, можно сказать, что большинство ресурсоизбыточных стран реализуют достаточно типичную экономическую политику накачки экономики деньгами в краткосрочном периоде, надеясь при этом совершить экономический рывок. Однако такая политика не позволила ни одной из этих стран добиться настоящего "экономического чуда" и догнать развитые страны за счет диверсификации экономики на основе инвестирования заработанных нефтяных доходов. Этому, как было сказано выше, препятствуют быстро закрепляющиеся некачественные институты. А, следовательно, для достижения поставленных стратегических экономических целей необходимо искать иные пути.

Поскольку ресурсозависимая экономика, экспортируя ресурсы пополняет запасы своей ликвидности, очевидно, что первым и, возможно, наиболее важным с точки зрения последующих стратегий экономического развития вопросом для них становится проблема формирования адекватной для достижения долгосрочных целей механизма монетарного регулирования.

Выбор монетарной политики в стране-экспортере нефти: модельный подход и опыт стран мира.

Безусловно, на выбор монетарной стратегии, реализуемой силами денежных властей, существенное влияние оказывает характер экспорта страны. В этой связи необходимо рассмотреть особенности механизмов денежной трансмиссии в странах-экспортерах нефти. Актуальность данного вопроса возрастает в текущих условиях, когда мировая экономика, переживающая серьезный кризис, продемонстрировала резкое охлаждение ценовой конъюнктуры энергетических рынков, поставив под вопрос правильность применения задействованных ранее механизмов монетарного регулирования.

События последнего времени свидетельствует о том, что повышение цен на мировых товарных рынках может иметь негативные макроэкономические последствия. В основном это касается частичной потери денежными властями свободы в монетарной политике независимо от выбранного режима валютного курса. Укрепление национальной валюты, неизбежно происходящее при росте сырьевых цен, которые наращивают валютные доходы стран-экспортеров, негативно воздействует на экономику. К тому же, приток экспортной выручки в страну вызывает рост предложения денег, так как денежные власти стараются выкупать избыток предложения валюты, не допуская укрепления национальной валюты. Эмиссия приводит к накоплению свободных резервов в банковской системе, что, в свою очередь, увеличивает риск спекулятивной атаки на курс национальной валюты и затрудняет достижение низкого уровня инфляции, дестабилизируя экономику в целом. В нестабильных экономиках это означают снижение реального уровня благосостояния, сокращение потребления, а также увеличение риска девальвации в будущем, когда чистый приток валюты в страну сократится (что может произойти при падении мировых сырьевых цен).

В работе С. Дробышевского, А. Козловской, П. Трунина (*Дробышевский, Козловская, Трунин, 2004*) на основании анализа многомерных временных рядов проверяется гипотеза об эффективности монетарной политики в странах-экспортерах при внешних ценовых шоках.

Анализируя влияние цен на нефть на национальные экономики, авторы отмечают, что большинство стран – ведущих экспортеров нефти имеют сравнительно небольшие по размерам экономики. Исключением являются лишь Великобритания,

Канада, Мексика, Норвегия и Россия. Такая ситуация сохранялась на протяжении достаточно длительного промежутка времени, причем ее не изменили и периоды высоких цен на нефть. Однако темпы экономического роста во многом определялись мировыми ценами на основной экспортный товар данных стран – нефть. Когда цены на нефть находились на высоком уровне, в основных нефте-экспортирующих странах наблюдался достаточно быстрый экономический рост. Снижение же мировых нефтяных цен сопровождалось замедлением экономического роста.

Необходимо отметить, что примерно половина ведущих экспортеров нефти придерживается политики фиксированного валютного курса, другая половина имеет режим плавающего курса. Однако режима свободного плавания придерживаются лишь Мексика и наиболее развитые страны – Великобритания, Канада, Норвегия.

В течение трех минувших десятилетий политика валютного курса многих стран претерпела существенные изменения: как плавные, так и резкие.

В настоящее время большинство стран-экспортеров нефти в монетарной политике придерживается политики таргетирования обменного курса. Альтернативные режимы монетарной политики – таргетирование инфляции и таргетирование денежного предложения – используются наиболее развитыми странами (Великобритания, Канада, Норвегия) и странами с более диверсифицированной экономикой (Мексика и Россия).

Опираясь на выводы указанной работы и на более детальный анализ параметров, характеризующих развитие в странах-экспортерах нефти, можно вынести следующие суждения о применимости тех или иных монетарных стратегий.

При таргетировании обменного курса страна фиксирует номинальный курс, например, на уровне реального. В случае роста экспортных цен мы получаем улучшение торгового баланса, накачку денежного предложения и инфляционный рост процентных ставок, вызванный еще и тем, что ставка дисконтирования будущего у хозяйствующих субъектов достаточно высока (то есть, текущее потребление предпочтительнее будущего потребления, поскольку рост текущего дохода связан с ростом экспортных цен и может оказаться недолгим: люди стремятся воспользоваться благоприятными условиями и тратят практически все заработки вопреки модели перманентного дохода М. Фридмена). Все это укрепляет национальную валюту и способствует росту издержек в экономике (цены на сырье и заработные платы растут). Следствием такой динамики является сокращение объемов национального производства, в том числе и в отраслях, производящих неторгуемые товары. Урон, который понесет такая экономика в случае резкого и внезапного падения цен на экспортируемые товары, тем меньше, чем меньше удельный вес импорта в потреблении.

В рамках стратегии таргетирования денежного предложения торговый баланс уравновешивается исключительно изменениями обменного курса, а доля импорта в потреблении перестает играть важную роль. Таким образом, потери в объемах выпуска мало зависят от монетарных параметров, будучи обусловленными более фундаментальными параметрами реального сектора экономики.

Наконец, при таргетировании инфляции динамика обменного курса, как известно, мало зависит от изменений условий торговли. При высокой доле импорта в потреблении результат воздействия изменения экспортных цен на экономику будет зависеть от мощности противонаправленных эффектов собственно роста экспортных цен и укрепления национальной валюты. Принципиальной задачей денежных властей становится обеспечение оптимума по объему денежной массы. Как свидетельствуют макроэкономические оценки, при высокой доле импорта в потреблении, режим таргетирования инфляции несостоятелен.

Сопоставление монетарных стратегий с потенциалом их воздействия на общественное благосостояние в экономике позволяет сделать следующие выводы:

- при высоких экспортных ценах и низкой доле импорта в потреблении минимальные потери функции общественного благосостояния могут быть достигнуты в случае следования денежных властей режиму инфляционного таргетирования (в этом случае денежные власти могут обеспечить более низкие по отношению к альтернативным режимам темпы укрепления национальной валюты);
- при низких экспортных ценах небольшой доле импорта в потреблении относительно оптимальными оказываются режимы таргетирования обменного курса или инфляционного таргетирования (предпочтение любому из них может быть отдано в каждом конкретном случае как с учетом значений прочих параметров модели, так и в зависимости от объема официальных резервов Центрального банка и продолжительности периода неблагоприятных условий торговли для страны; так, режим инфляционного таргетирования более опасен с точки зрения угрозы валютного кризиса, несмотря на то, что реальное укрепление национальной валюты и соответственно падение внутреннего выпуска в секторе неторгуемых товаров может оказаться в этом случае меньше, чем при таргетировании обменного курса);
- при высокой доле импорта в потреблении наименьшие потери функции общественного благосостояния могут быть достигнуты при таргетировании денежного предложения, независимо от уровня экспортных цен; режим инфляционного таргетирования в такой ситуации в принципе не может быть реализован.

Как видно, монетарная политика в ресурсозависимой экономике может становится очень мощным механизмом торможения экономического роста, если ее стратегии и инструменты реализации этих стратегий выбираются неадекватно. Ведь в конечном итоге, принципиально воздействие происходящего в экономике на экономический рост. Опираясь на анализ экономики ресурсозависимых стран, можно предположить следующую специфику функции экономического роста:

$$\Delta Y = f(\Delta L, \Delta e, \Delta P_{\text{exp}}),$$

где ΔL – изменение запаса ликвидности в экономике (трактуемой как часть объема денежной массы);

Δe – изменение обменного курса национальной валюты;

Δp_{exp} – изменение экспортных цен.

При этом:

$$\frac{\partial Y}{\partial L} \rangle 0, \frac{\partial Y}{\partial e} \langle 0, \frac{\partial Y}{\partial p_{\text{exp}}} \rangle 0$$

Видно, что экономический рост начинает зависеть не столько от состояния параметров, входящих в функцию, сколько от их динамики. Целенаправленное управление экономическим ростом в такой ситуации становится практически невозможным. Динамически экономика становится зависимой от параметров внешней конъюнктуры.

Таким образом, разогретая экономика требует постоянной подкачки ликвидности, а значит при сложившемся механизме пополнении ликвидности за счет притока экспортной выручки, для страны может оказаться фатальным падение экспортных цен.

Монетарная ловушка в российской экономике и механизм монетарного реагирования: проверка кризисом и шок денежного рынка.

Итак, монетарный механизм поддержки экономического роста в Российской экономике выстраивался следующим образом. Получающие валютную выручку

экспортеры охотно меняли ее на рубли, а основным покупателем валюты выступал ЦБ, пополнявший таким образом свои официальные резервы и эмитирующий с этой целью дополнительные рубли. В итоге, пополнение запаса ликвидности в экономике стало устойчивой функцией экспортных доходов, предложения валюты и, что очень важно, низкого спроса на эту валюту.

То есть:

$$L = f(P_{\text{exp}}; S_C^M; D_C^M)$$

где:

L – запас ликвидности в экономике (трактуемый, как часть объема денежной массы);

P_{exp} – уровень экспортных цен (определяемых состоянием мировой конъюнктуры и не подверженный влиянию внутренних факторов);

S^M, D^M – соответственно, предложение иностранной валюты и спрос на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке.

Очевидно, что S^M и D^M значимы не столько сами по себе, сколько в соотношении друг с другом, поэтому заменим:

$$DE_C^M = S_C^M - D_C^M ,$$

т.о., получим:

$$L = f(P_{\text{exp}}; DE_C^M)$$

Причем:

$$\frac{\partial L}{\partial P_{\text{exp}}} \rangle 0 , \frac{\partial L}{\partial DE_C^M} \rangle 0$$

Следовательно, экономика, привыкнув к постоянному приросту объема денежной массы, привыкла и к высоким экспортным ценам. Именно таким образом она и стала приобретать симптомы “голландской болезни” – через монетарный сектор и стратегию таргетирования обменного курса, реализуя которую Центральный банк и питал ее ликвидностью.

Растущие мировые цены на сырьевых рынках подпитывали становящуюся все более ресурсозависимой (ведь в связи с удорожанием сырья его доля в экспорте увеличивалась) экономику дополнительной ликвидностью, позволяя наращивать рублевую денежную массу, темп роста которой в некоторые годы превышал 50%. В итоге экономика начала привыкать “жить не по средствам”. В то же время постепенно укрепляющийся рубль практически гарантировал отсутствие значительного спекулятивного спроса на валюту. Следовательно, в случае сохранения сырьевых цен на мировых рынках, ситуация обещала оставаться стабильной. В добавок ко всему, к сырьевым экспортным доходам стало привыкать правительство, доля отчислений от сырьевого экспорта в котором также росла. Впрочем, на случай кризиса, казалось, на помощь стране придет стабилизационный фонд, который формировался из тех же экспортных доходов. Вот так экономика постепенно и приобрела синдромы “голландской болезни”, несмотря на многочисленные высказывания по поводу ее отсутствия. При этом интересно, что “голландским пациентом” стал не напрямую реальный сектор, а сектор монетарный (который через кредитную систему “заразил” всех остальных) и государственный сектор (через бюджет). Бюджетные доходы оказались слишком существенно зависимы от экспортной выручки от продажи ресурсов, доля которых в экспорте также была существенной (Рис.1 и Рис.2).

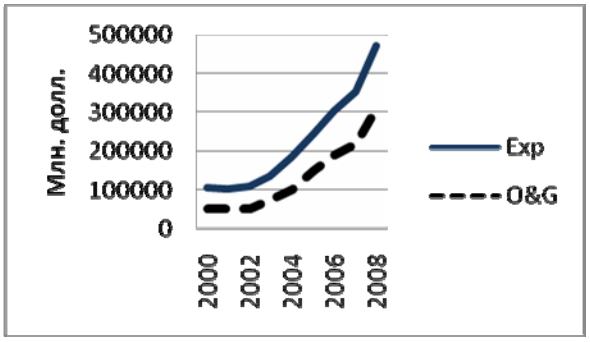


Рис.1. Динамика экспорта в целом и экспорта ТЭК в России.

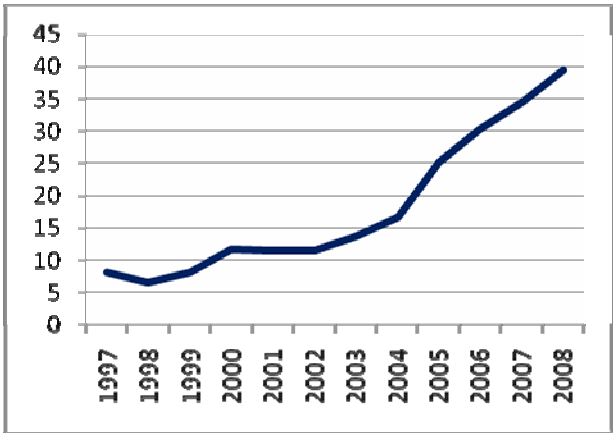


Рис.2. Динамика доли доходов от экспорта ТЭК в общих доходах федерального бюджета России (в %)

Источники: Банк России, Минфин РФ

В итоге, когда начался кризис, спровоцированный именно финансовыми механизмами в конце лета – начале осени 2008 года (негативную динамику производственных показателей начала 2008 года мы не принимаем во внимание) эти факторы практически моментально начали бить по экономике.

Во-первых, канал пополнения денежной массы начал стремительно иссякать ввиду катастрофического падения мировых сырьевых цен (а другой механизм проработан не был). Во-вторых, показавший свою слабость рубль быстро потерял доверие экономических субъектов и активизировался спрос на иностранную валюту.

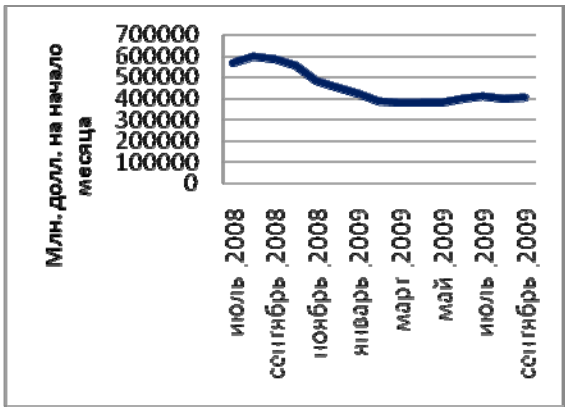


Рис.3. Динамика официальных резервов ЦБ РФ в период кризиса.

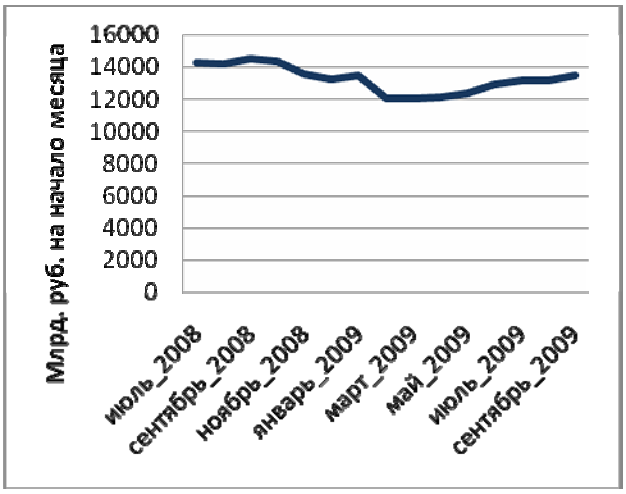


Рис.4. Динамика объема денежной массы в России в период кризиса.

Источник: Банк России

В этой ситуации единственным продавцом последней оставался ЦБ, стремившийся удержать рубль от резкого обесценения валютными интервенциями. А сами масштабные интервенции влекли за собой два важных последствия: частичное исчерпание резервов (потрачено было более 200 млрд. долл.) и сокращение объема денежной массы (более чем на 2,5 трлн. руб.) как раз в период, когда экономика переживала кризис ликвидности (см. Рис.3 и Рис.4). Все это усугублялось потерями, понесенными банками на фондовом рынке, а также паникой, назревавшей в

правительстве по поводу бюджетного краха. Средства же стабилизационного фонда, на который возлагались надежды, так и не попали в экономику своевременно.

Таким образом, монетарный домик, усердно возводимый властями в “тучные годы”, рухнул. Основной причиной, приведшей к такому результату, стала монетарная политика, оказавшаяся негибкой при резкой перемене тренда в динамике мировой конъюнктуры на рынке экспортируемых страной товаров.

Заключение: перспективные монетарные стратегии для России, неравновесность фундаментальных факторов и опасность рецидива.

В настоящее время совершенно очевидно, что после выхода из кризиса прежнюю систему монетарной поддержки экономики реанимировать нецелесообразно, ибо проверку кризисом она не выдержала. А источником ее слабости явилась ресурсозависимость экономики, приведшая к приобретению инертности монетарной политикой.

Для формирования эффективной и устойчивой монетарной системы вполне достаточны более либеральные монетарные стратегии, применяемые, например, Норвегией или Великобританией и сводящиеся к свободному монетарному режиму как для валютного курса, так и для денежной массы. Преследование же ЦБ РФ двух разнонаправленных целей – недопущение резкой курсовой динамики и предотвращение инфляции – привело к коллапсу в условиях кризиса.

Даже в условиях докризисного роста было очевидно, что одновременное таргетирование обменного курса и инфляции невозможно в долгосрочном периоде (разница была лишь в том, что в отличие от кризисных месяцев, тогда Центральный Банк стремился не допустить чрезмерного укрепления рубля, а не удержать его от падения). Ведь накачка объема денежной массы темпами, превышающими рост ВВП, происходившая по причине притока экспортной выручки, неизбежно приводила к разгону инфляции, способствуя при этом стабилизации курса рубля на довольно низком уровне. Остановка разгона инфляции через прекращения наращивания объема денежной массы привела бы к быстрому удорожанию рубля, что имело бы следствием резкое ослабление ценовой конкурентоспособности реального сектора российской экономики перед и без того растущим импортом.

Таким образом, Центральному Банку в перспективе неизбежно пришлось бы остановиться на одной из этих стратегий: таргетирование курса или таргетирование инфляции.

Потенциал кризиса себя исчерпает, экономика вернется на траекторию роста, но фундаментальные дисбалансы в ней не устранены, поэтому реанимирование прежней монетарной политики, как уже отмечалось выше, нецелесообразно.

На наш взгляд, сориентироваться Центральному Банку в настоящее время имеет смысл на таргетирование обменного курса, обращая на инфляцию меньше внимания. Аргументы здесь можно привести следующие.

Во-первых, значительная доля импорта в потреблении делает стратегию таргетирования инфляции малопродуктивной с точки зрения теории, описанной выше.

Во-вторых, пережившая длительный трансформационный спад экономика России готова к долгосрочному росту, а любая антиинфляционная стратегия по определению носит сдерживающий характер, ограничивающий темпы экономического роста.

В-третьих, в условиях существенной ненасыщенности многих потребностей, экономика всегда будет генерировать значительный спрос как на потребительских, так и на инвестиционных рынках, что неизбежно приводит к наращиванию совокупных расходов и к инфляции спроса. До тех пор, пока потребности не насыщены, инфляция будет оставаться непременным спутником экономического роста. Глядя на ситуацию

2000-2008 годов в России, можно утверждать, что инфляция в 18-20% в год является вполне посильной платой за реальный экономический рост, превышающий 7% в год: такая инфляция не была помехой экономическому росту и не разбалансировала экономику. Это еще один аргумент в пользу ухода от стратегии таргетирования инфляции.

В-четвертых, российская экономика по-прежнему не в состоянии производить фундаментально конкурентоспособную продукцию в перерабатывающем секторе. Это влечет за собой значительную долю импорта в потреблении, особенно во время экономического роста, когда доходы потребителей растут. Именно это и требует таргетирования обменного курса, который не должен укрепляться во время роста, чтобы не повышалась относительная рентабельность импорта и не наносился тем самым урон перерабатывающему сектору национальной экономики. В случае кризиса такое таргетирование способно не допустить резкого обвала курса рубля, чтобы в условиях существенного присутствия импорта в потреблении не привести к коллапсу уровня жизни в стране.

Таким образом, дилеммы в выборе монетарной стратегии для Центрального Банка, на наш взгляд, нет. Банку России необходимо однозначно сконценртироваться на таргетировании обменного курса, оставив задачу сдерживания темпов инфляции на отдаленную перспективу: на время, когда кризис закончится, а экономика станет конкурентоспособной и сможет позволить себе такую роскошь, как жесткая антиинфляционная стратегия, которая будет стоить незначительных потерь в темпах экономического роста. В случае же повторения попыток Центрального Банка реализовывать одновременно столь противоречащие друг другу стратегии кризисные явления в экономике могут стать регулярными, а накапливаемые монетарные ресурсы будут расходоваться на чрезвычайное финансирование антикризисных инициатив, не способствуя инвестиционному росту.

Литература

1. Дробышевский С., Козловская А., Трунин П. Выбор денежно-кредитной политики в стране – экспортере нефти. М.: ИЭПП, 2004.
2. Полтерович В.М., Попов В.В., Тонис А.С. Экономическая политика, качество институтов и механизмы “ресурсного проклятия”. М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ, 2007. 98с.
3. Шаститко А.Е. Мировой экономический кризис - возможность для ремонта институтов // Вопросы экономики. 2008. №11.
4. Auty R.M. Sustaining Development in Mineral Economies: The Resource Curse Thesis. London: Routledge, 1993.
5. Auty R.M. (ed.) Resource Abundance and Economic Development. Oxford University Press, 2001.
6. Brunnshweiller C.N. Cursing the Blessing? Natural Resource Abundance, institutions, and Economic Growth. ETH Economics Working Paper, 2006. № 51.
7. Corden W. M., J.P. Neary. Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy. *The Economic Journal*, 1982, vol. 92, 825-848.
8. Corden W.M. Booming sector and Dutch disease economics: survey and consolidation // *Oxford Economic Papers*, 36 (1984).
9. Gausdal S.G. Inflation targeting. Norges Bank. (www.norges-bank.no/tamplates/article_17891.aspx)
10. Gelb A. Oil Windfalls: Blessing or Curse? N.Y.: World Bank Research Publications, 1988.

11. Gylfason T. G., Zoega G. Inequality and Economic Growth: Do Natural Resources Matter? CESifo Working Papers Series, 2002. № 712.
12. Gylfason T.G. Natural Resources and Economic Growth: From Dependence to Diversification. CEPR Discussion Paper, 2004. № 4804.
13. Hartwick, J. "Natural Resources, National Accounting and Economic Depreciation". *Journal of Public Economics.* 1990. Vol. 43. P. 291-304.
14. Krugman P. Currencies and Crises. MIT Press, 1993.
15. Mehlum H., Moene K., Torvik R. Cursed by Resources or Institutes? Norwegian University of Science and Technology. Economic Department. Working Paper Series. 2005. № 10.
16. Mehlum H., Moene K., Torvik R. Institutions and The Resource Curce // The Economic Journal. 2006. № 116.
17. Sachs J.D., Warner A.W. Natural Resource Abundance and Economic Growth. NBER Working Paper, 1995.
18. Sachs J.D., Warner A.W. The big push, natural resource boom and growth // Journal of Development Economics. Vol. 59. 1999. PP.43-76.
19. Soikkeli J. The inflation targeting framework in Norway. IMF WP/02/184, 2002. (www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02184.pdf)
20. Svensson L.E.O. Exchange rate target or inflation target for Norway? (www.princeton.edu/svensson/papers/BNORW712.PDF)