

М.В. Ершов

**МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС
ЧТО ДАЛЬШЕ?**

УДК 338.124.4:336"2008"+338(100)

ББК 65.5-971

Е80

Ершов М.В.

Е80 **Мировой финансовый кризис. Что дальше? /**

М.В. Ершов. — Москва: Экономика, 2011. — 295 с.

ISBN 978-5-282-03130-0

В книге показано, какие причины были в основе самого мощного финансового кризиса послевоенного мира, в результате которого была в принципе поставлена под сомнение эффективность финансовой модели капитализма (в первую очередь ее американской версии) и ее жизнеспособность в условиях глобального рынка. При этом антикризисные меры лишь стабилизировали ситуацию, не устранив фундаментальных причин, вызвавших кризис.

В геоэкономическом плане с большой степенью вероятности можно также утверждать, что наряду с глобальным переделом собственности и за масштабными падениями котировок стоят более глубинные интересы и центры силы. В результате таких изменений «явная» и «неявная» экономическая картина мира в обозримом будущем может серьезно измениться.

В таких условиях возникает уникальная по историческим меркам ситуация, когда участники мировой экономики, и в первую очередь Россия, могут сформировать новые основы новой модели развития, которая отвечает их национальным интересам и может обеспечить устойчивое развитие в глобальной посткризисной среде.

В книге рассматриваются прогнозы автора, которые подтвердились в ходе недавних кризисных событий, а также предложены новые прогнозы относительно перспектив развития мировой и российской экономики в будущем.

УДК 338.124.4:336"2008"+338(100)

ББК 65.5-971

© Ершов М.В., 2011

© ЗАО «Издательство «Экономика»,
2011

ISBN 978-5-282-03130-0

Содержание

ВВЕДЕНИЕ (ОТ АВТОРА)	7
1. МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС	
2007 г.	15
Некоторые предпосылки кризиса	17
Глобальные дисбалансы	38
2. КАКИЕ УГРОЗЫ БЫЛИ В БАЛАНСАХ БАНКОВ И КАК РАЗВИВАЛСЯ КРИЗИС НА МИКРОУРОВНЕ	45
О леведредже (кредитном плече).....	51
3. ОБ АНТИКРИЗИСНЫХ МЕРАХ.	81
О новых подходах.....	83
Про промышленную политику.....	86
Немного об опыте Японии.....	91
Некоторые особенности проведения антикризисных мер	103
Монетизация экономики и капитализация российских банков	133
Формирование денежного предложения	155
4. О ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКЕ.	174
Политика валютного курса.....	177
О повышении роли рубля в условиях мировой финансовой нестабильности.....	198

5. ФОНДОВЫЙ РЫНОК	215
Еще раз о прогнозах.....	225
Растущая роль акций.....	234
6. О РЕФОРМАХ И ПЕРСПЕКТИВАХ	242
О новых и старых рисках доллара.....	254
Новый взгляд на ФРС и ее будущую роль.....	262
Еще раз о российских рисках.....	272
ВМЕСТО ПОСЛЕСЛОВИЯ (ИЛИ ЧТО НЕОБХОДИМО СДЕЛАТЬ)	275

4

О валютной политике

Курсовая политика фактически связывает внешнюю и внутреннюю экономику между собой, что делает валютный курс своего рода «фильтром» такого взаимодействия. При этом в условиях кризиса валютный курс может как транслировать внешние шоки на внутреннюю экономику, так и смягчить их.

В условиях кризиса валютный курс может как транслировать внешние шоки на внутреннюю экономику, так и смягчить их.

В нормальных некризисных условиях взвешенная курсовая политика является важным фактором, обеспечивающим устойчивое внутреннее развитие¹.

¹ Об этом более подробно см.: Ершов М.В. Валюты в мировой торговле. М.: Наука, 1992; Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000; Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005.

ТАБЛИЦА 4.1
УРОВЕНЬ ПЕРЕОЦЕНКИ (+) ИЛИ НЕДООЦЕНКИ (-) РЯДА ВАЛЮТ К ДОЛЛАРУ США (%)

Страны	1980 г.	1990 г.	2000 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Канада	7,6	10,5	-22,4	0,2	6,7	12,7	15,4	4,3
Япония	11,4	25,9	31,3	17,7	7,5	1,9	13,2	22,8
Дания	32,8	34,1	5,9	43,3	40,2	53,1	61,1	52,5
Франция*	24,8	-17,7	-8,9					
Германия*	28,9	22,6	-9,7	6,9	4,5	13,1	19,4	11,9
Италия*	-3,7	15,7	-31,9					
Швеция	40,0	34,2	12,1	25,5	23,3	31,6	34,3	15,1
Швейцария	30,8	36,8	15,5	39,9	32,5	33,3	45,2	40,9
Великобритания	17,5	6,9	0,2	15,8	15,6	28,3	17,2	-3,1

* С 2005 г. расчеты проведены для евро.

Рассчитано по данным OECD, US Fed.

В глобальных условиях ряд развитых стран придерживаются подходов, носящих устойчивый системный характер, при которых их валюта поддерживается на более дорогом уровне относительно доллара США (с учетом паритета покупательной силы — ППС) (табл. 4.1).

В то же время развивающиеся страны, как правило, имеют уровень валютного курса значительно ниже ППС (относительно доллара). Этот факт обычно используется сторонниками недооценки валют как аргумент того, что такова «объективная реальность» для развивающихся стран. При этом часто игнорируется то обстоятельство, что многие из подобных экономик являются маленькими экономиками, имеют крайне высокую зависимость от экспорта² и для них дешевый курс национальной валюты — единственный инструмент обеспечения притока валюты, необходимой для решения проблем внутреннего развития.

ТАБЛИЦА 4.2

**УРОВЕНЬ ПЕРЕОЦЕНКИ (+) ИЛИ НЕДООЦЕНКИ (–)
РЯДА ВАЛЮТ К ДОЛЛАРУ США (%)**

	2001 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Польша	–57,2	–42,2	–40,5	–33,2	–23,5	–40,8
Венгрия	–61,4	–35,4	–38,9	–28,6	–25,0	–36,5
Турция	–64,9	–38,2	–41,0	–33,9	–31,4	–40,0
Мексика	–32,4	–34,6	–33,7	–32,9	–33,0	–42,8

Рассчитано по данным OECD, центральных банков стран.

² Иногда являются «монокультурными» экспортерами.

Для российского рынка важно, чтобы при всей многоплановости целей экономической политики в валютной сфере она была бы направлена на укрепление основ «рублевой экономики», в центре которой должны находиться рубль как национальная валюта и национальный центральный банк, использующий в полной мере свои основополагающие функции кредитора последней инстанции, эмиссионного центра и главного денежного регулятора.

Политика валютного курса

Как и в случае с денежно-кредитными подходами, сложившаяся курсовая политика рассматривает экспорт и внешнюю сферу в целом как главный фактор экономического роста.

Напомним, что еще в ходе формирования валютного рынка в конце 1980-х и начале 1990-х годов установился такой курс рубля к доллару, который отражал ценовые соотношения лишь узкой группы престижных тогда товаров потребительского импорта. В результате это привело к тому, что курс рубля был установлен на уровне **существенно недооцененном**, если принимать во внимание не те показатели, которые характеризуют лишь узкие сегменты рынка и отражают его «предельную экономическую эффективность» (как это иногда делается некоторыми экономистами), а учитывать более комплексные и сбалансированные экономические оценки (такие как ценовые соотношения по широкой корзине ВВП).

Примечание

Напомним, что неверные рыночные оценки курса, который сложился на рынке, сформировались еще на первых валютных аукционах, которые стали проводиться с ноября 1989 г. Сформировавшийся на них валютный курс рубля (составлявший в среднем 15–20 руб. за 1 долл.) отражал тогда лишь узкую корзину престижного потребительского импорта — джинсы, косметика и т.д. (Мы помним, что те же джинсы стоили, к примеру на нашем черном рынке, до 200 руб., тогда как в США их цена могла быть в среднем около 20 долл.) Однако целый ряд других товаров и услуг были при этом на российском рынке многократно дешевле. Метро стоило 5 коп., а в Нью-Йорке — около 1 долл., хлеб у нас стоил около 20 коп., а там — 1–2 долл. Жилье сопоставимого уровня, равно как и коммунальные платежи по его поддержанию даже сейчас у нас многократно дешевле. В конце же 1980-х годов при средней стоимости платежей за квартиру в России — около 15–25 руб. в месяц эта величина была в несколько **сот раз (!)** меньше, чем цены за аналогичное жилье в западных странах.

Следует также учитывать ту долю, которую играет соответствующий товар в расходах. Если те же джинсы обычно покупаются 1 раз в пол-года или 1 раз в год и они составляли в рассматриваемый период менее и 10% годового дохода (в случае с российскими потребителями), то коммунальные платежи делаются ежемесячно и достигают в случае с западными экономиками не менее 20–30% ежемесячных расходов. Другими словами, фактор «веса» этого компонента весьма значим.

И что еще более важно — так это то, что стоимость наших промышленных активов была также многократно дешевле.

Стоимость наших промышленных активов была также многократно дешевле.

Поэтому курс на «открытость» экономики и проводившаяся либерализация капитальных операций в таких усло-

виях создавали риск перевода наших реальных активов под контроль иностранных инвесторов по многократно заниженным ценам.

Отметим, что даже сейчас речь идет о фундаментальной недооценке российской валюты, достигающей 80% (!) (табл. 4.3)³.

ТАБЛИЦА 4.3
**УРОВЕНЬ НЕДООЦЕНКИ РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ
США (раз)***

	Год									
	1990	1991	1992	1995	1998	2004	2006	2007	2008	2009
Отношение курс/ППС	38,2	50,2	13,0	1,8	2,9	2,5	2,0	1,8	1,8	1,8

* С учетом корзины ВВП (по показателям внутреннего использования).

Рассчитано по: материалам ММВБ, Госкомстата и ИМЭМО за соответствующие периоды.

Очевидно, что столь сильная недооценка изначально дала мощный импульс к превращению российской экономики в экспортоориентированную (в нашем случае делая экспорт сверхэффективным), когда для поддержания экономического роста основной центр тяжести приходится не на внутренний спрос, а на спрос внешних рынков. Понятно, что при таких курсовых переко-

³ Другими словами, если за основу сравнений брать курс, базирующийся на ППС, то при его обесценении на 80% мы выходим на уровень нынешнего номинального рыночного курса рубля к доллару (около 30 руб.).

сах экспортные операции становились гораздо более привлекательными, чем внутренние (тем более учитывая более низкий уровень внутренних цен на значительную часть производимой продукции). Очевидно также и то, что наиболее «конкурентным» товаром в таких условиях становилась продукция ТЭК, которая в целом отвечала требованиям мирового рынка. Учитывая, что на ТЭК всегда приходилась значительная часть экспорта страны, те возможности для осуществления сверхэффективных экспортных операций, которые открылись в результате масштабной недооценки валютного курса рубля, надолго закрепили сырьевую экспортную ориентацию российской экономики. Механизмы денежного предложения, в свою очередь, закрепляют «трансляцию» такого доминирования на внутреннюю экономику, где даже несырьевые неэкспортные отрасли во все большей степени начали ориентироваться на обслуживание отраслей ТЭК⁴.

Те возможности для осуществления сверхэффективных экспортных операций, которые открылись в результате масштабной недооценки валютного курса рубля, надолго закрепили сырьевую экспортную ориентацию российской экономики. Механизмы денежного предложения, в свою очередь, закрепляют «трансляцию» такого доминирования на внутреннюю экономику, где даже несырьевые неэкспортные отрасли во все большей степени начали ориентироваться на обслуживание отраслей ТЭК.

⁴ Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005. С. 198–222.

Очевидно также, что в течение многих лет недооценка российской валюты была мощнейшей питательной средой для долларизации, когда для держателей долларов сам рубль и все рублевые активы оказывались фундаментально недооцененными. Естественно, такая огромная «эффективность» делала доллар крайне привлекательным. Каждый захочет иметь валюту, для которой все рублевые активы недооценены в десятки раз, а если при этом еще постоянно говорится, что политика по обесценению рубля будет продолжаться, то понятно, что никто не будет заинтересован вкладывать собственные средства в обесценивающийся актив.

Недооценка российской валюты была мощнейшей питательной средой для долларизации, когда для держателей долларов сам рубль и все рублевые активы оказывались фундаментально недооцененными.

Формируемый таким образом валютный курс был затем положен в основу при установлении официального курса рубля.

Последовавшее вскоре присоединение к VIII ст. Устава МВФ обязывало Россию перейти на единый валютный курс рубля, причем как по текущим, так и по капитальным операциям (инвестиции и т.д.), что означало существенное снижение эффективности инвестиций и относительное удешевление продаваемых активов.

Потенциально формировался риск того, что при открытии российской экономики и широком допуске в

нее иностранных инвесторов ее активы станут для таких зарубежных инвесторов значительно более дешевыми, чем они стоят на самом деле.

Формировался риск того, что при открытии российской экономики и широком допуске в нее иностранных инвесторов ее активы станут для таких зарубежных инвесторов значительно более дешевыми, чем они стоят на самом деле.

Ситуация для структурных преобразований в экономике еще больше осложнялась тем, что при больших различиях между мировыми и внутренними ценами по отдельным товарам и товарным группам была отменена система дифференцированных валютных коэффициентов — фактически «множественных валютных курсов», которые были направлены на устранение этих перекосов. Эта мера по сути означала «шоковую терапию» во внешней торговле.

При этом валютному курсу начала отводиться центральная роль в регулировании **всех видов** внешнеэкономических операций (несмотря и на разнонаправленный характер его действия, и на указанные различия внутренних и внешних цен по отдельным товарным группам). В то же время роль иных инструментов (пошлин, тарифов, экспортных премий и т.д.), которые могли бы нивелировать указанные ценовые перекосы, напротив, постоянно снижалась.

Сам курс рубля при этом был жестко завязан на доллар, что по сути отражало лишь денежно-кредитную политику ФРС.

В настоящее время указанная привязка несколько ослабла: в корзине валют при формировании курса теперь участвуют доллар и евро, а сама курсовая динамика рубля может несколько больше отражать положение на российском валютном рынке.

Все указанные особенности заложили основу нынешнего валютного рынка.

И на раннем этапе, и в более поздние годы недооценка рубля также сопровождалась постепенным обесценением его номинального уровня (причем, как правило, вне всякой связи с дифференциалом процентных ставок по соответствующей паре валют), что еще больше стимулировало работу с рублями (как с обесценивающимся активом).

Данные подходы продолжают по-прежнему пользоваться немалой поддержкой, и дискуссии сторонников и противников «дешевого» рубля продолжаются. При этом в своей основе **они опираются на более глубокие, концептуальные различия в подходах, определяющих общий ход экономического развития.**

Очевидно, что сторонники опоры на экспорт и внешнюю сферу, как главный источник роста, заинтересованы в обесценивающейся валюте. В то же время, если в качестве основных источников роста рассматриваются внутренние факторы, внутренний платежеспособный спрос, то тогда, очевидно, речь должна идти о превращении рубля в полноценную национальную валюту — для сбережений и инвестиций, о формировании более устойчивого курса, объективно отражающего состояние экономики и формируемого в значительной степени под действием рыночных тенденций.

Сторонники опоры на экспорт и внешнюю сферу, как главный источник роста, заинтересованы в обесценивающейся валюте. Если же в качестве основных источников роста рассматриваются внутренние факторы, внутренний платежеспособный спрос, то тогда речь должна идти о превращении рубля в полноценную национальную валюту — для сбережений и инвестиций.

Факторы «за» и «против»

Сторонники опоры на слабый рубль и поддержания его обесценения более быстрыми темпами, чем рост цен, указывают на ряд преимуществ такого подхода.

Политика обесценения валюты, как правило, обосновывается необходимостью стимулирования национального экспорта и увеличения притока в страну валютной выручки. При этом нужно иметь в виду, что в наших условиях недооценка рубля сама по себе фактически не приводит к увеличению экспортной валютной выручки. Возможности увеличения физического объема экспорта для стимулирования внешнего спроса ограничены пропускными способностями наших трубопроводов и портов. Маневрировать ценами на сырьевые товары для стимулирования спроса трудно из-за их низкой ценовой эластичности, а снижение цен на готовые изделия может натолкнуться (и наталкивается) на жесткие антидемпинговые ограничения в других странах (и сам факт антидемпинговых исков свидетельствует о признании недооцененного уровня валютного курса рубля).

Недооценка национальной валюты приводит лишь к росту рублевых доходов экспортеров после продажи валютной выручки (но этого можно достичь и используя сугубо внутренние рычаги экономической политики по поддержке экспортеров). При этом эффективность привлечения валютных кредитов снижается, а сами акции российских предприятий-экспортеров стали из-за курсовой динамики относительно дешевле для иностранных инвесторов (и под обеспечение кредитов стал требоваться залог большего количества акций).

Как в этой связи недооценка рубля увязывается с планами по привлечению иностранных инвестиций: ведь в данном случае в наших интересах был бы более «дорогой» рубль?

В целом более «дешевый» рубль вообще означает уменьшение валютной оценки нашего национального богатства, ВВП, других показателей, характеризующих уровень развития страны.

В целом более дешевый рубль вообще означает уменьшение валютной оценки нашего национального богатства, ВВП, других показателей, характеризующих уровень развития страны.

Существует и целый ряд дополнительных нежелательных для страны последствий недооценки рубля. Так, из-за обесценивания рубля возрастает стоимость обслуживания внешнего долга.

Кроме того, обесценивающийся рубль уменьшает и доходы населения, ограничивая таким образом платежеспособный спрос, и такая важная составляющая экономического роста остается незадействованной.

Когда нам пытаются доказать, что при слабом рубле нам же лучше, — это абсурдно и равносильно утверждению, что та зарплата, которую мы получаем, и те рубли, которые лежат у нас на вкладах или в кошельке, чем они легковеснее и дешевле и чем на них меньше можно купить, тем нам же выгоднее. Вся нелогичность этой фразы очевидна.

Когда нам пытаются доказать, что при слабом рубле нам же лучше, — это абсурдно и равносильно утверждению, что та зарплата, которую мы получаем, и те рубли, которые лежат у нас на вкладах или в кошельке, чем они легковеснее и дешевле и чем на них меньше можно купить, тем нам же выгоднее.

Взгляд на данную проблему с точки зрения потребительского сектора имеет еще один аспект, носящий геоэкономическое измерение. Он показывает, как оцениваются результаты нашего труда (рублевая зарплата, доходы в целом) мировыми рынками, какой объем товаров мы можем там приобрести по итогам нашего «трудового дня» (недели, месяца, года). Другими словами, какой спрос мы можем предъявить мировому рынку в обмен на итоги наших трудовых затрат? Будем ли мы (к примеру по итогам рабочего дня или недели) в состоянии купить там какие-то значимые потребительские товары или после обмена рубли по «удешевляющему коэффициенту» на основе недооцененного валютного курса рубля, максимум на что мы можем претендовать на мировом рынке — это питание для восстановления своих трудовых затрат и

минимальные удовольствия («кино и мороженое»). Переходя уже к серьезному рассмотрению проблемы, подчеркнем, что чем более необоснованным будет удешевление рубля, тем более неэквивалентным будет наш обмен с внешним миром и тем в большей степени это будет походить на те принципы, которые использовались в прошлом в отношениях между страной-метрополией и развивающимися территориями.

Чем более необоснованным будет удешевление рубля, тем более неэквивалентным будет наш обмен с внешним миром и тем в большей степени это будет походить на те принципы, которые использовались в прошлом в отношениях между страной-метрополией и развивающимися территориями.

Конечно, нужно использовать рычаги защиты внутреннего рынка и стимулирования экспорта. Но кто сказал, что все они сводятся только к валютному курсу (при том, что это инструмент разнонаправленного действия, поддерживающий одно и сдерживающий другое), когда существует большое количество рычагов экономической политики, позволяющих эту разнонаправленность уменьшить? Ниже мы рассмотрим некоторые возможные подходы.

Примечание

С другой стороны, слабый рубль увеличивает расчетный рублевый эквивалент валютной выручки, расширяя тем самым налоговые поступления в бюджет.

Данный аспект важен, **если основывать стратегию роста на зарубежном спросе как главном**. Однако любая крупная диверсифицированная (а стало быть, как правило, самодостаточная экономика) в первую очередь **должна опираться на внутренний спрос как главный источник роста**. А для внутреннего спроса важным является крепкий необесценивающийся рубль.

Данная проблема имеет еще один аспект. Ведь поскольку в конечном итоге речь идет лишь о неких «расчетных потерях», возникающий условный «недобор» может быть компенсирован посредством механизмов национальных монетарных властей, в том числе используя дефицитное финансирование, которое широко используется развитыми экономиками (мы рассматриваем эту проблему в гл. 3). Никаких системных трансграничных потерь, носящих невосполнимый характер, по каналам торгового баланса не возникает. А вот что касается капитальных операций — здесь картина принципиально иная. Недооцененный курс рубля автоматически означает, что российские активы будут продаваться иностранным покупателям по более низкой цене, чем они реально стоят (причем в данном случае по чисто «арифметическим» причинам).

Гипотетически можно представить такую ситуацию, когда в погоне за экспортными доходами курс может быть столь сильно обесценен, что некое предприятие-экспортер будет вообще куплено целиком по более низкой цене иностранным инвестором.

В финансовом аспекте недополученная выручка в принципе (чисто теоретически такая возможность присутствует) может компенсироваться российским продавцам, и в результате они будут иметь некую «более объективную» рублевую сумму по завершении сделки. Однако в системном плане это означает возможность для иностранных участников установления внешнего контроля над нашими активами по более низкой цене, причем не факт, что в будущем они захотят отказаться от наиболее привлекательных активов, даже если им будут предложены более выгодные условия.

В системном плане дешевый рубль означает возможность для иностранных участников установления внешнего контроля над нашими активами по более низкой цене.

Более того, в целом уменьшается доверие к национальной валюте (как к обесценивающемуся активу), способствуя переводу средств в более устойчивые и дорожающие валюты, что в результате ведет к «долларизации».

Очевидно также, что проводимая антиинфляционная политика плохо согласуется с использованием таких рычагов (обесценения и недооценки валюты), которые как раз являются прямым стимулом к инфляции. Это особенно важно, принимая во внимание тот факт, что доля импорта в **конечном потреблении** составляет более 10%, и таким образом любое удешевление курса рубля ведет к удорожанию импорта и напрямую ведет к росту внутренних цен. Это же происходит и в случае осуществления прочего импорта (полуфабрикатов, запчастей и т.д.), что также ведет к росту издержек и удорожанию конечной продукции.

Как в таких условиях формировать более активное участие в международных глобализационных процессах? Будем ли мы довольствоваться ролью поставщика сырья или больший акцент делать на капитальный, инвестиционный компонент, где стабильный рубль, уровень которого обоснован рынком, является важным инструментом как для привлечения капиталов, так и для нашего полноправного вхождения в мировое экономическое пространство?

Действительно, из-за более дорогого рубля усиливается конкуренция с импортными товарами. Однако, это является стимулом для повышения конкурентоспособности наших производителей. В тех же случаях, когда внутренние производители не могут адекватно конкурировать с внешними поставщиками, целесообразно подключение рычагов торговой политики, которые **обеспечат защиту соответствующих производств** (поскольку, напомним, валютный курс не является универсальным инструментом и его эффективное использование в целях внешнеэкономического регулирования возможно лишь в комплексе с другими мерами торговой политики).

В то же время фактор более дешевого импорта имеет свои положительные стороны, так как удешевляет импортную составляющую для внутреннего производства, снижая тем самым издержки. Вновь в соответствии с приоритетами экономической и структурной политики можно осуществлять селективный подход, обеспечивая низкий уровень цен для тех товаров, импорт которых является для внутренних производителей ключевым и, напротив, **вводить защитные меры** по тем товарам, производство которых необходимо в первую очередь осуществлять на внутренней основе.

Аналогичные подходы целесообразно использовать и применительно к движению капиталов, тем более что укрепление рубля в целом ведет к повышению эффективности привлечения внешних инвестиций, однако при этом возникают новые риски, связанные с их спекулятивным перетоком (особенно если такое удорожание ожидается и происходит постоянно). Действитель-

но, те огромные ресурсы, которые находятся на международных финансовых рынках, открывают большие возможности для финансирования экономического роста. В то же время эти ресурсы подвержены действию волатильности мировой конъюнктуры, а также политических факторов и могут в достаточно короткие сроки быть выведены из страны. В результате на валютном и финансовом рынках может возникнуть кризисная ситуация, что способно поставить под угрозу стабильность национальной экономики в целом и надолго остановить экономический рост.

По мнению международных экспертов, риск высокой открытости к международным движениям капиталов, особенно краткосрочных, в первую очередь велик для стран, проводящих непоследовательную макроэкономическую политику, а также для недостаточно капитализированных или неадекватно регулируемых финансовых систем (что особенно актуально в условиях низкой монетизации — отношения $M2/ВВП$ — российской экономики).

В этой связи заслуживают тщательного мониторинга **не только процессы оттока капитала, но и его притока**, а также характер привлекаемых ресурсов.

В целом политика привлечения иностранных инвестиций (при всей их важности) не может носить стихийного характера, исходя из принципов «любые инвестиции хороши» и «чем больше — тем лучше». Существенно, какова доля привлекаемых внешних ресурсов в общем объеме денежной массы, как они соотносятся с ВВП. Если «короткие», ликвидные иностранные деньги будут доминировать в денежной массе, то любое их движение мо-

жет привести к дестабилизации всей экономики (практически во всех «кризисных экономиках» Латинской Америки и ЮВА доля иностранных ресурсов в М2 и их отношение к ВВП в преддверии кризиса были очень высокими). Также необходимо учитывать факторы геоэкономического и стратегического характера.

Отметим, что в нынешней ситуации, когда отмечается избыток глобальной ликвидности, которая ищет своего применения, более «дорогой» рубль является своего рода тормозом вхождения такой «горячей» ликвидности на рынок, повышая эффективность подобного вхождения, поскольку стоимость такого входа повышается и все рублевые активы становятся для внешних спекулянтов (и остальных инвесторов) более дорогими.

Отметим, что в нынешней ситуации, когда отмечается избыток глобальной ликвидности, которая ищет своего применения, более дорогой рубль является своего рода тормозом вхождения такой «горячей» ликвидности на рынок, повышая эффективность подобного вхождения, поскольку стоимость такого входа повышается и все рублевые активы становятся для внешних спекулянтов (и остальных инвесторов) более дорогими.

К сожалению, те рычаги поддержки национального экспорта по защите внутреннего рынка, по структурированию притока инвестиций, которые могут определяться и использоваться на внутренней основе, не создавая при этом внешних рисков, пока остаются без должного внимания при формировании экономической по-

литики (речь идет о мерах налогового, тарифного, денежно-кредитного и иного характера).

При этом, если на рынке сложится понимание, что курсовая динамика рубля не будет искусственно корректироваться в сторону снижения и большую роль в курсообразовании начнут играть объективные рыночные факторы, то это в принципе будет постепенно менять картину на валютном рынке, подталкивая к выходу из долларов и к более интенсивной работе с рублями и рублевыми инструментами (особенно если их набор расширится). Это и стало наблюдаться при изменении курсовой политики в 2003–2004 гг., когда и население, и бизнес, уловив тенденцию к удорожанию рубля, стали перестраивать свои валютные портфели, уменьшая долю долларов и увеличивая рублевый компонент.

Отметим при этом, что проведенная в конце 2008-го–начале 2009-го годов девальвация рубля значительно повлияла на валютную структуру депозитов бизнеса и населения, существенно снизив привлекательность рубля и за несколько месяцев фактически вернув ситуацию на несколько лет назад (рис. 4.1).

В целом укажем, сколь тесно взаимосвязаны между собой динамика курса и «валютные предпочтения» (как только рубль дорожал, возрастали рублевые депозиты, и наоборот), что важно иметь в виду при проведении курсовой политики.

Очевидно, если тенденция необесценения будет более устойчивой, то это в целом будет способствовать и расширению сферы действия рубля, и вытеснению доллара, т.е. дедолларизации, что также будет вести к упро-

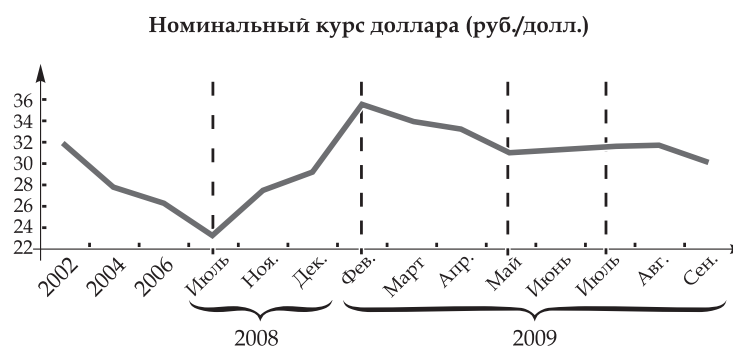


Рис. 4.1. Структура депозитов и валютный курс, Россия

* Средства организаций включают средства на депозитах, расчетных и прочих счетах.

Источник: ЦБ РФ, рассчитано по данным ЦБ РФ.

чению позиций национальной валюты, повышению к ней доверия со стороны рынка.

Фактически рыночные тенденции сделали то, что не могли сделать различные «указы» и «решения» регуляторов, направленные на дедолларизацию экономики.

Примечание

Мы не раз указывали, что использование долларов во внутреннем обороте существенно сужает возможности мультипликационного расширения средств и в целом подрывает позиции рубля как национальной валюты. Помимо объективных причин, связанных с не всегда ясной экономической политикой, такая ситуация долгое время подпитывалась и ожиданиями самих участников рынка относительно дальнейшего номинального обесценения рубля, поскольку они понимали, что подобная курсовая политика проводилась в целях стимулирования экспорта (рост валютных резервов ЦБ фактически свидетельствует о том, что осуществляются интервенции в поддержку доллара, не допускающие снижения его курса).

Укрепление экономики и национальной валюты является для участников рынка серьезным стимулом для проведения операций в рублях и создает дополнительную основу для инвестиционной деятельности.

Более того, еще до кризиса, с 2005 г., начали отмечаться изменения в структуре роста, когда темпы прироста продукции обрабатывающих производств существенно превысили темпы прироста добычи полезных ископаемых⁵.

Аналогичная тенденция сохранилась и в последующем. Так, за 5 месяцев 2008 г. при росте промышленности на 5,6% и добывающих отраслей на 2,5%, обрабатывающие отрасли возросли более чем на 8% (рис. 4.2).

Еще в 2005 г., по оценкам Всемирного Банка, отмечались быстрый рост внутреннего спроса и уверенный рост в отраслях, работающих на внутренний рынок. В

⁵ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 год». ЦБ РФ. С. 5.

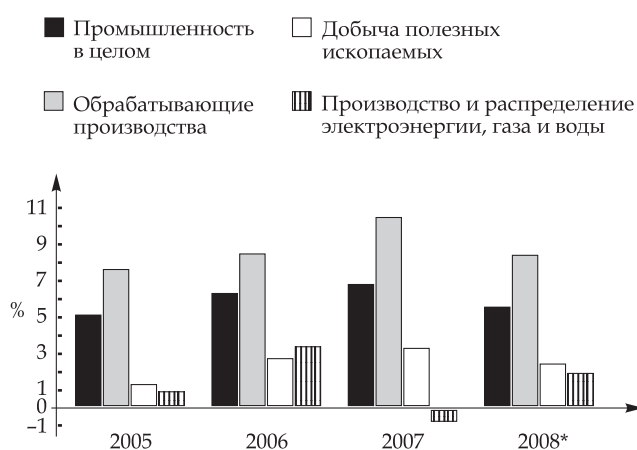


Рис. 4.2. Темпы прироста отраслей промышленности в 2005–2008 гг., Россия (% к предыдущему году)

* Январь-май 2008/январь-май 2007.

Источник: Росстат.

результате делался вывод о том, что «наблюдаемые изменения в структуре промышленного роста (особенно в обрабатывающей промышленности) свидетельствуют о значительном влиянии реального укрепления рубля»⁶.

Часть отраслей обрабатывающей промышленности, ориентированных на внутренний спрос, могла и далее быстро расти под действием укрепления рубля.

Указанные тенденции в целом сохранялись до кризиса, и хотя эксперты того же Всемирного Банка задава-

⁶ Всемирный банк. Доклад об экономике России, ноябрь 2005. № 11. С. 6.

ли вопрос о том, сколь долговременным будет перелом тенденции в обрабатывающей промышленности, они тем не менее констатировали, что часть отраслей обрабатывающей промышленности, ориентированных на внутренний спрос, «могут и далее процветать в условиях бума на внутреннем российском рынке»⁷.

Таким образом, можно говорить о намечавшейся тогда тенденции к улучшению **качества роста** и постепенной (пусть и медленной) переориентации «двигателей роста», во-первых, с **добывающей сферы на перерабатывающие отрасли** и, во-вторых, с **факторов внешнего спроса на внутренний спрос**.

Уже после кризиса — в 2010 г. — был вновь сделан вывод о том, что двигателями экономического роста в России «являются обрабатывающие отрасли и внутренний спрос»⁸ (рис. 4.3, табл. 4.4).



Рис. 4.3. Структура ВВП по использованию, Россия (%)

Рассчитано ЦСА Росбанка по данным Росстата.

⁷ Всемирный банк. Доклад об экономике России. Июнь 2007 г. № 14. С. 5.

⁸ Всемирный банк. Доклад об экономике России. Ноябрь 2010 г. № 23. С. 5.

ТАБЛИЦА 4.4

**ВКЛАД ОТДЕЛЬНЫХ СЕКТОРОВ В ПРИРОСТ
ВВП (%)**

	2009 г.	II кв. 2010 г.
Торгуемые сектора	27,1	55,2
Добыча	0,9	9,0
Обрабатывающие производства	26,3	45,8
Неторгуемые сектора	24,6	28,9
Прочие	48,3	15,9

Рассчитано ЦСА Росбанка по данным Росстата, Всемирного Банка.

Если впоследствии подобные тенденции сохранятся, их необходимо закрепить и поддерживать всеми имеющимися инструментами экономической политики. Это позволит российской экономике начать постепенно отходить от своей «экспортносырьевой» ориентации и развиваться на более прогрессивной основе с повышением роли обрабатывающих производств, что в целом должно повысить качество экономического роста.

**О повышении роли рубля в условиях
мировой финансовой нестабильности**

Кризис международной ликвидности и снижение курса доллара вновь поставили на повестку дня вопросы стабильности мировой финансовой системы в условиях глобальной турбулентности. В центре внимания оказались как вопросы о перспективах самого доллара,

так и более системные проблемы совершенствования международной финансовой архитектуры в целом. Кризис еще больше высветил необходимость создания дополнительных точек опоры для мировой экономики, которые позволят ей более эффективно проходить через кризисные потрясения. Действительно, валютный моноцентризм, т.е. опора на одну валюту — доллар, который преобладал в мире долгие годы, равно как и пришедшая ему на смену система, основывающаяся на двух валютах (доллар и евро), были приемлемы в отсутствие реальных валютных альтернатив, а также в условиях, когда глобальные риски были не столь остры. Когда же и США, и зона евро сами вошли в серьезную полосу кризисов, то со всей очевидностью встал вопрос о валютном полицентризме и о других балансирующих подходах.

Одним из шагов в этом направлении может быть появление нескольких резервных валют и нескольких финансовых центров.

Очевидно, что вопрос о международном финансовом центре — долгосрочная и многоуровневая проблема, и ее решение включает вопросы правового, инфраструктурного, регулятивного характера, необходимость учета фактора глобальных и внутренних рисков и многое другое.

В этой связи актуальным становится рассмотрение вопроса **о начале использования рубля в расчетах при осуществлении экспортных операций.**

Напомним, что в практике развитых стран платежи за их экспорт, как правило, проводятся в национальных валютах. И это вполне логично: ведь экспортер уже по-

нес издержки, связанные с производством своей продукции (зарплата, сырье и т.д.), а потому гораздо более уязвим от перепадов валютного курса и заинтересован минимизировать свой риск, рассчитываясь в своей валюте.

И хотя полная картина всех последствий и особенностей указанного шага для российских экспортеров будет ясна лишь при реальном осуществлении внешнеторговых расчетов в рублях, уже сейчас можно указать на некоторые очевидные последствия.

Во-первых, курсовой риск снимается с экспортеров и переносится на иностранных импортеров. Уже покупатели нашего экспорта должны беспокоиться о том, каков будет валютный курс между их валютой и рублем, и соответственно нести издержки по хеджированию.

Во-вторых, в результате будет постепенно формироваться мировая практика расчетов в рублях, причем рубль будет все больше рассматриваться как международное средство расчетов (пусть на начальном этапе и в небольших масштабах). Кроме того, эта мера будет способствовать формированию у иностранных центральных банков валютных резервов в рублях, поскольку в случае устойчивых и масштабных расчетов им придется иметь некие «запасы» в такой валюте. Это обеспечит постепенное вхождение рубля в мировую валютную систему, что крайне важно при достижении конвертируемости.

В-третьих, все расчеты будут в результате переводиться в «рублевую зону», когда иностранные покупатели будут вынуждены открывать соответствующие рублевые счета в российской банковской системе для про-

ведения расчетов, что в целом увеличит ликвидность в российской экономике. Даже в тех случаях, когда речь идет о поручении иностранного импортера своему банку купить рубли, то этот иностранный банк будет вынужден сначала открыть корсчет в российском банке-резиденте, на который будут затем зачислены купленные им рублевые средства. Валютные средства, конвертируемые иностранными покупателями в рубли для закупки нашего экспорта и размещаемые в российской финансовой системе, будут работать уже на российскую экономику.

В-четвертых, возрастет эффективность налогового контроля. Все платежи будут осуществляться с рублевых счетов, находящихся в рублевой финансовой системе, и могут таким образом легко контролироваться нашими регуляторами. В результате повысится собираемость налогов, поскольку вся доходная база станет гораздо более прозрачной.

В-пятых, для самих экспортеров уменьшатся «экстерриториальные» риски, связанные с возможностью применения санкций к их финансовым ресурсам (замораживание средств, мораторий по платежам и т.д.), как это может быть в случае хранения средств в иностранных банках. Мы знаем, что подобные санкции все чаще используются в последнее время.

При этом необходимо учитывать некоторые возможные риски и иные обстоятельства, с которыми может быть сопряжено использование новых подходов, в частности:

1) переход части финансовых или внешнеторговых операций с долларов на рубли будет означать соответст-

вующий рост рублевой денежной массы и может создать инфляционные риски. Однако, пока эти рубли заняты обслуживанием указанных операций, инфляционный эффект не должен быть большим;

2) следует ожидать постепенного переноса центра тяжести с внешнего финансирования экспортных поставок на внутреннее, вызывая постепенное увеличение доли внутренних заимствований (кредитов и т.д.), осуществляемых российскими экспортными компаниями (при сокращении внешних займов). Как известно, в настоящее время значительная часть кредитов берется российскими экспортерами на внешних рынках в валюте. Затем эти кредиты гасятся по мере осуществления экспортных продаж и поступления валютной выручки. И если экспортная выручка будет в рублях, то для экспортеров это будет означать валютные риски. Чтобы их уменьшить, необходимо будет большой акцент делать на привлечение рублевых ресурсов с внутреннего рынка. Последнее же предполагает, что, во-первых, наш внутренний финансовый рынок должен стать более емким и обеспечить возникающий дополнительный спрос и, во-вторых, должны в полной мере начать действовать механизмы формирования денежного предложения (в том числе рефинансирования), в первую очередь на основе внутреннего спроса участников рынка.

В итоге возникнут дополнительные стимулы для развития внутреннего финансового рынка и для дальнейшего совершенствования инструментов денежно-кредитной политики. Все это будет способствовать укреплению финансового положения страны;

3) при таком подходе поменяются курсовые предпочтения экспортеров, которые будут заинтересованы в укреплении национальной валюты, так как им будет выгоднее получать платежи в более крепкой валюте;

Поменяются курсовые предпочтения экспортеров, которые будут заинтересованы в укреплении национальной валюты, так как им будет выгоднее получать платежи в более крепкой валюте.

4) задача формирования некоторых сегментов рынка российских экспортных товаров, где рубль выступал бы в качестве валюты цены, имеет не только «технологический», но и геоэкономический, а также политический аспект. Ее решение зависит и от того, какое место занимает Россия на тех или иных международных рынках или в интеграционных механизмах (например, СНГ, которое могло бы заложить основы указанных процессов), сколь в принципе востребован рубль третьими странами, какова в конечном итоге макроэкономическая ситуация в самой России и чего ожидать в будущем.

Кроме того, решение проблемы экспортных расчетов в рублях будет предполагать изменение многих сложившихся правил. Таких, например, как расчеты в долларах за нефть и некоторые другие товары (что выгодно в первую очередь самим Соединенным Штатам). Хотелось бы, однако, оценить, какие есть реальные доводы кроме того, что «так принято», которые действительно делали бы такую практику не подлежащей никаким изменениям.

ТАБЛИЦА 4.5

**ДОЛЯ РОССИИ В РАЗНЫХ СЕГМЕНТАХ ТЭК
В МИРЕ (%)**

	Нефть сырая	Газ
В производстве	14,0	18,2
В экспорте	14,6	22,9

Рассчитано по данным ОПЕС, Таможенной статистики РФ, МЭР РФ.

В целом, любая новая система должна, во-первых, быть четко и заранее объявлена для участников рынка и быть понятной и транспарентной. Во-вторых, подобные подходы следовало бы распространять поэтапно, например, сначала рубль можно было бы использовать в расчетах со странами СНГ, а затем — и с остальным миром. Кроме того, переход на использование рубля в расчетах должен учитывать валютную структуру уже существующих контрактов, и лишь по истечении их срока действия возможно использование новых подходов в полной мере. И, наконец, в-третьих, новая система должна опираться на стимулы, которые увеличивали бы заинтересованность участников в ее использовании. Поэтому необходим многоуровневый подход, где и при помощи налогов, и при использовании нормативов, регулирующих экономическую деятельность, и посредством других рычагов режим операций с рублями трактовался бы как **преференциальный**. В других странах, например, используют более низкие нормативы при расчете достаточности капитала в случае работы с национальной

валютой, делая их более привлекательными. Может быть, и нам подумать о подобных подходах? Нужно, чтобы участники рынка были заинтересованы в работе с рублями и чтобы таких возможностей и инструментов становилось все больше.

В любом случае вопросы будут, естественно, возникать — проблема слишком масштабная. И слишком много в ней задействовано глобальных и локальных факторов и «центров интересов». Очевидно, что процесс адекватного замещения доллара другими валютами не может быть быстрым. Очевидно и то, что он будет наталкиваться на мощное противодействие как на геополитическом, так и на геоэкономическом уровне (при всей своей актуальности он даже не включается в официально обсуждаемые вопросы на встречах G-8 и G-20).

Процесс замещения доллара другими валютами будет наталкиваться на мощное противодействие как на геополитическом, так и на геоэкономическом уровне.

Однако объективная потребность этого становится все более осязаемой. В первой половине 2009 г. стало известно, что сумма кредитов в национальной валюте (юанях), которую Китай предоставляет таким странам, как Аргентина, Индонезия, Малайзия, Беларусь, Ю. Корея, для расчетов по китайскому экспорту в эти страны, составляет свыше 600 млрд юаней (почти 100 млрд долл.). При этом говорится о необходимости уменьшения опоры на доллар и превращения юань в региональ-

ную резервную валюту. Об аналогичных интересах уже не раз заявляла Россия.

Очевидно, формироваться до своего полного решения вопрос может продолжительное время. Но главное — уже сейчас начать трезвый и объективный анализ проблемы, рассматривая возможные шаги и стимулирующие меры, взвешивая все «за» и «против», с тем чтобы уменьшить возможные риски и обеспечить бесперебойное развитие экономики в случае усиления неустойчивости в условиях растущих глобальных рисков.

В этой связи необходимо подчеркнуть ряд основополагающих вопросов.

1. Курсовая политика должна способствовать увеличению доверия к национальной валюте. Участники рынка должны понять, что курсообразование опирается на реальные экономические процессы, а не на субъективные намерения поддержать какие-то отрасли за счет других, при этом ухудшая позиции национальной валюты и уменьшая к ней доверие.

2. Прочный рубль, курс которого обоснован рынком, способствует росту доверия к национальной валюте, дедолларизации и повышению эффективности инвестиций.

В нынешних условиях это означает, что **тенденция к удорожанию рубля и приближению его к тому уровню, который обусловлен реальными рыночными условиями (а не субъективными задачами), является объективной.**

3. Укрепление рубля было намного эффективнее любых указов по дедолларизации, вытесняя доллар.

В наших интересах сформировать рублевую, а не долларовую экономику, и чем устойчивее и дороже будут рублевые активы у населения и бизнеса, тем богаче они будут и тем охотнее они будут работать с рублями.

4. В геоэкономическом плане следует также помнить, что рублевое пространство — это то, что формируется и управляется национальными денежными властями и национальными экономическими субъектами, и от того, насколько весома и стабильна будет эта рублевая среда в международной финансовой системе, зависят вес и место страны (а стало быть — и ее компаний и банков) в мире.

5. Воздействие валютного курса на экономику носит разнонаправленный характер, поэтому **необходимо использовать его в комплексе с другими регулирующими механизмами и рычагами** (обеспечивающими в том числе и стимулирование экспорта, и защиту внутреннего рынка, и достижение других — как внешнеэкономических, так и внутренних целей).

Более того, сбалансированное использование дополнительных рычагов может способствовать и реализации структурной политики, стимулируя приток необходимых видов импорта (например, аналоги которого отсутствуют на внутреннем рынке) и ограничивая приток тех товаров, производство которых необходимо на внутренней основе. Такая же целевая политика может проводиться и в плане поддержки экспорта.

6. В условиях избыточной мировой ликвидности, возникшей вследствие масштабных антикризисных вливаний в экономики развитых стран и ищущей сферы для своего приложения, дорогой (но не неоправданно доро-

жающий)⁹ уровень рубля может быть своего рода буфером, нейтрализующим нежелательные притоки горячих спекулятивных денег, делая стоимость самих рублевых активов, а стало быть и в целом стоимость «входа» в российскую экономику более высокой. В этой связи необходимо было бы оценить возможность ряда одномоментных удорожаний, приближая курс к тому уровню, который как в большей степени учитывает общеэкономический уровень цен (с учетом ППС), так и решает задачи нейтрализации притока избыточной и краткосрочной глобальной ликвидности. Внешнеторговые последствия таких мер могут балансироваться рычагами таможенной и тарифной политики, а также мерами по поддержке экспортеров. Также необходимо рассмотреть возможность одновременного (или предваряющего такое удорожание) использования рычагов, не допускающих дестабилизирующее воздействие притока и оттока спекулятивных средств.

При этом одновременно повышаются возможности российского бизнеса в плане его вхождения на рынки других стран, поскольку при более весомом рубле покупки активов в других странах будут менее затратными.

⁹ Термин «дорогой» рубль предполагает статичную оценку его абсолютного значения, тогда как «дорожающий» в данном случае главный акцент делает на его динамической составляющей. В тех случаях, когда такая динамика опережает объективно обоснованные рынком изменения, это является стимулом для спекулятивных операций с валютой, когда сначала иностранные ресурсы вкладываются в данную валюту, а затем, после ее вздорожания, она продается, позволяя капитализировать прибыль. Чем менее обосновано рынком удорожание, тем больше потенциал для спекулятивного дохода.

В результате это будет означать постепенное расширение присутствия российского бизнеса на иностранных рынках не как поставщика сырья (что достигается с помощью обесценения валюты), а в качестве системных инвесторов. Такое присутствие, очевидно, будет увеличивать возможности России с точки зрения усиления влияния на ход мировых экономических процессов и поддержки своих интересов на рынках других стран.

Это будет означать постепенное расширение присутствия российского бизнеса на иностранных рынках не как поставщика сырья (что достигается с помощью обесценения валюты), а в качестве системных инвесторов.

Примечание

Вообще довольно странно, что стимулирование посредством курса рубля, как правило, рассматривается исключительно с точки зрения поддержки наших экспортных поставок (как мы помним, это в основном нефть и газ). Практически не рассматриваются возможности стимулирования наших инвестиций за рубежом. Понятно, что для зарубежных рынков мы интересны именно как поставщики сырья или как рынок сбыта для их продукции и нас там никто не ждет в качестве покупателей и акционеров их компаний (и отдельные попытки крупных российских участников приобрести серьезные западные активы показывают, на какие препятствия это часто наталкивается). Более того, дешевый рубль в целом является своего рода защитой западных рынков от нашего вхождения на их рынок реальных активов.

Однако это не означает, что мы должны принимать этот их интерес как некую «объективную данность» и не должны стремиться к изменению ситуации в сторону расширения нашего реального более системного присутствия на западных рынках.

Понятно, что для зарубежных рынков мы интересны именно как поставщики сырья или как рынок сбыта для их продукции и нас там никто не ждет в качестве покупателей и акционеров их компаний (и отдельные попытки крупных российских участников приобрести серьезные западные активы показывают, на какие препятствия это часто наталкивается). Более того, дешевый рубль в целом является своего рода защитой западных рынков от нашего вхождения на их рынок реальных активов.

7. При этом не следует допускать чрезмерного отклонения валютного курса и в сторону неоправданного повышения. Помимо возникающих при этом спекулятивного давления на курс, а также общих макроэкономических последствий (когда в отсутствие необходимых мер, поддерживающих экономику, необоснованный рост импорта и сдерживание экспорта могут приобрести системный характер) указанная тенденция формирует и большой потенциал для обесценения самого курса (причем в условиях недостаточной развитости антикризисных стабилизирующих рычагов такое обесценение может быть существенно по своим размерам), что может повысить неоправданную волатильность на рынке. **В связи с этим речь должна идти об удорожании в увязке с общеэкономическими показателями (росте производительности труда, инфляции и общем уровне цен, росте экономики в целом).**

8. Важно быть готовым к использованию **рычагов валютного регулирования**, чтобы формирующаяся финансовая стабильность не была подорвана спекулятивными операциями или колебаниями мировой конъюнкту-

ры. Следует уменьшить риски «игры на повышение», когда международные спекулянты будут покупать рубли лишь на короткий срок, чтобы затем использовать подорожавший рубль для продажи, капитализировать полученную прибыль и уйти с рынка, подорвав его стабильность.

В целом, особенно в посткризисной среде, **заслуживают большого внимания вопросы контроля не только над оттоком, но и притоком капиталов.**

9. Необходимо начать проработку возможностей использования рубля в качестве валюты цены и валюты расчетов по российским экспортным поставкам.

10. Опыт финансовых кризисов последних лет показал, что «глобальные правила игры», предполагающие быстрые и огромные по своим масштабам переливы капиталов, могут серьезно подорвать экономическую стабильность и спровоцировать масштабные кризисы.

В этой связи осуществляемые меры по валютной либерализации должны сопровождаться разработкой механизмов и рычагов «**чрезвычайного**» характера, которые можно было бы быстро привести в действие при наступлении кризисных событий.

Даже страны с мощными экономическими и финансовыми системами (США, Япония) были вынуждены использовать широкий набор регулирующих мер, чтобы поддерживать стабильность своих финансовых и валютных рынков, а реальная либерализация во многих из них стала осуществляться лишь в конце 1980-х годов (Западная Европа, США) или в конце 1990-х годов (Япония), когда они заняли прочные позиции в миро-

вой экономике. Заметим при этом, что, например, в случае с Японией валютная либерализация и либерализация движения капиталов произошли **более 30 лет (!)** спустя либерализации текущих операций в середине 1960-х годов.

Примечание

Как показывает мировой опыт, набор технических, регулятивных рычагов как долгосрочного, так и краткосрочного действия по предотвращению дестабилизации на финансовом рынке достаточно велик — от ставок налогообложения в зависимости от сроков нахождения средств или норм резервирования в увязке со сроками привлекаемых внешних ресурсов до прямых количественных ограничений на ввод коротких средств.

Аналогично, чтобы не допустить расплывающегося валютный рынок притока валюты, использовались и квоты на объемы обмениваемой иностранной валюты в национальную, и более жесткие размеры валютной позиции для иностранных банков. При необходимости поддерживать баланс регулировалась структура активов и использовались количественные параметры, предписывающие банкам процентные соотношения вложений в иностранную и национальную валюты в структуре активов. Также может регулироваться и структура пассивов.

Учитывая, что российская экономика уже в большой мере либерализована, основной акцент в данном круге вопросов, как представляется, теперь должен делаться на разработку антикризисных механизмов, способных нейтрализовать воздействие «внешних шоков».

11. В целом, важное значение должны играть меры, стимулирующие развитие внутреннего финансового рынка и делающие операции на нем более привлекатель-

ными по сравнению с внешними инвестициями. Важную роль должны играть резервные требования, устанавливаемые балансовые нормативы, налоговые рычаги, которые будут трактовать внутренние рублевые операции как более предпочтительные по сравнению с внешними валютными ресурсами (привлечение которых в условиях нестабильности может быть связано с большим кругом геоэкономических и политических рисков).

12. Обоснованная валютная политика должна привести к формированию стабильного рублевого пространства, необходимого для нормальной экономической деятельности в стране и роста инвестиций. Необходима также правильная увязка валютной политики с основными экономическими направлениями, способствующими укреплению экономики (ипотека, малый бизнес, финансовый сектор и др.), что должно привести к укреплению позиций национальной валюты внутри страны и ее постепенному вхождению в мировую экономику. Это необходимо как с точки зрения создания условий для конвертируемости, так и в плане превращения рубля в полномасштабный финансовый инструмент.

13. Сама валютная политика должна быть тесно интегрирована в денежно-кредитные и бюджетные механизмы. Это будет иметь позитивный эффект с точки зрения укрепления геоэкономических позиций страны и формирования условий для устойчивого экономического развития.

14. Разноплановый характер стоящих задач требует четкой координации при их решении. Если глобальным финансовым рискам будут противопоставлены лишь разобщенные действия регуляторов на отдельных сегмен-

тах рынка, то на успех рассчитывать будет трудно. В этой связи при выработке и реализации подходов необходима эффективная координация со стороны регулирующих органов (Минфина, ЦБ, МЭРТа, ФСФР и др.) для разработки и успешного осуществления требующихся мер.

* * *

Очевидно, все эти задачи не могут быть решены сразу — для этого нужны и консолидированная заинтересованность экономических участников, и воля экономических властей, и объективные экономические условия, и многое другое. Но в любом случае нужно начинать системную работу, формирующую прочные основы для устойчивого и долгосрочного развития страны, позволяющие эффективно интегрироваться в глобальную экономику и укреплять позиции национальных рынков и национального бизнеса.