

Михаил Ершов

д.э.н., старший
вице-президент
Росбанка

РИСКИ НЕСТАБИЛЬНОСТИ И НОВЫЕ ТОЧКИ ОПОРЫ В ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ¹



Развитие глобальной экономики на ее нынешнем этапе характеризуется сохранением глобальных и региональных рисков, сопровождается неустойчивостью валютного и фондового рынков, ростом трансграничных перетоков капиталов.

Центры нестабильности

Действительно, только в нынешнем году мир уже столкнулся с повышенной волатильностью фондового рынка, который продемонстрировал не только свою зависимость от традиционных «центров силы» (США, еврозона), но и от новых растущих экономик. Так, возможность падения китайских акций добавила нервозности всему рынку, когда инвесторы стали выводить свои ресурсы, стремясь найти им более безопасное применение. Неожиданностью для многих стали и масштабные продажи американских казначейских облигаций в начале июня 2007 года, которые считаются наиболее надежным инструментом вложений. В итоге это привело к росту их доходности и со всей остротой поставило вопрос

о причинах, которые подтолкнули к подобным действиям.

Настороженные оценки вызывает более высокий уровень краткосрочных процентных ставок относительно долгосрочных ставок (явление, получившее название «yield curve inversion» – «инверсия кривой доходности»), который наблюдался долгое время в США и рассматривается как предвестник кризисной ситуации².

По-прежнему ведутся споры относительно перспектив американской валюты. Помимо неустойчивости курсовой динамики доллара в последние годы и понижательной тенденции его курса, продолжают разговоры о переоценке американской валюты и потенциале ее дальнейшего обесценения. Доллару вспоминают и его небезу-

пречную «кредитную историю», которая в конечном итоге привела к дефолту американских монетарных властей и краху Бреттон-Вудской системы³.

Хотя указанные принципы давно модифицировались, вопросы о роли «золотого обеспечения» и роли золота так или иначе встают на повестку дня при обсуждении «новой финансовой архитектуры». Причем, с точки зрения формальных оценок доллара, в настоящее время соотношение денежной базы и золотовалютных резервов по-прежнему составляет менее 25% (при том, что цена золота пересчитана по рыночным ценам), а если в аналитических целях учесть еще и государственный долг США, на величину которого (чисто теоретически) может потенциально возра-

¹ Материал подготовлен на основе выступления на банковском форуме СНГ (Вена, июнь 2007) и отражает личное мнение автора.

² Поскольку аналогичные тенденции предшествовали рецессиям последних десятилетий.

³ Существовавшие до 1971 года механизмы предполагали, в частности, обеспечение долларовой массы соответствующими золотыми резервами, а также обмен долларов на золото. Когда ряд стран, в первую очередь Великобритания и Франция, решили воспользоваться этим правом и предъявили свои долларовые авуары для обмена на золото, то эти требования не могли быть удовлетворены Соединенными Штатами, поскольку более 70% долларов не имело золотого обеспечения. В результате и мировая экономика, и все отдельные держатели долларов столкнулись, наверное, с самым большим дефолтом за всю историю, затронувшим всю денежную систему самого крупного государства мира. В итоге Бреттон-Вудская система и золотодевизный стандарт, на котором она основывалась, прекратили свое существование.

сти денежная база, то в этом случае указанное соотношение составит менее 5%⁴.

Именно на аналогии с Бреттон-Вудсом теперь указывают многие международные эксперты: «Отмечается много параллелей сегодняшней ситуации с коллапсом доллара в 1970-х годах, когда рухнула система Бреттон-Вудса»⁵.

Такие известные эксперты, как Пол Волкер, который был предшественником Алана Гринспэна на посту председателя ФРС, еще более категоричен: «Существует 75%-я вероятность валютного кризиса в США в течение ближайших 5 лет»⁶.

Об общей неуверенности участников рынка может свидетельствовать и постоянно растущая цена золота (более чем в 2 раза за последние 5 лет), поскольку инвесторы ищут те инструменты, которые могут обеспечить им вложение средств с наименьшими рисками.

Все указанные тенденции происходят на фоне роста системных дисбалансов мировой экономики, возникновения новых центров роста (страны BRIC), увеличения геополитических рисков.

В таких условиях вполне естественным выглядят попытки поиска новых точек опоры и стабилизирующих механизмов. Продолжаются интенсивные дискуссии о переустройстве мировой финансовой архитектуры, рассматриваются вопросы реформирования МВФ и создания его новых региональных аналогов (например, Азиатского валютного фонда).

Актуальность региональных механизмов становится еще более очевидной с учетом возникновения новых, часто сгруппированных по региональному признаку центров мирового роста, как в случае с большинством стран BRIC, три из которых находятся в одном «экономическом пространстве», и (добавим с учетом рассматриваемой проблематики СНГ) примыкают или входят (как

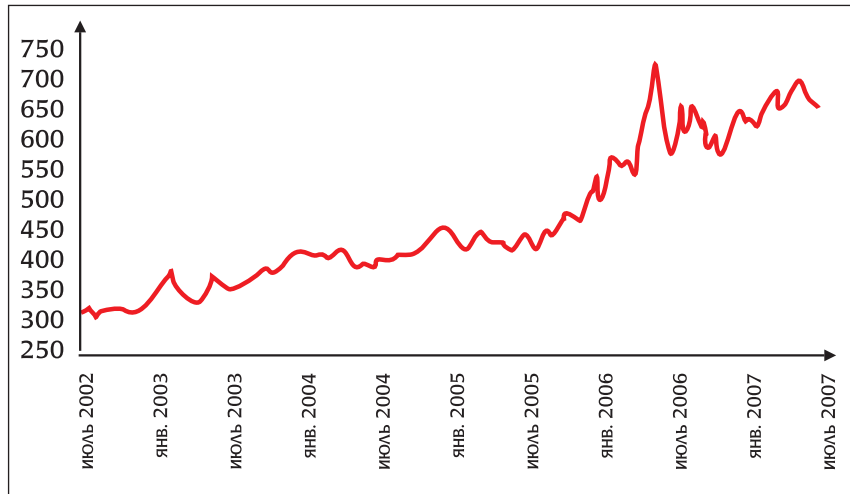


Рис. 1. Цена золота, 2002–2007 годы (долл./тройская унция)

Россия) в сферу взаимодействия стран Содружества.

В этой связи важную роль должно играть и возникновение новых финансовых центров и новых резервных валют, которые, очевидно, принесут балансирующую стабильность в валютную систему.

Рубль в международных расчетах

Современная глобальная экономика качественно изменилась, и она уже не может опираться на «валютный моноцентризм», как это было в период после Второй мировой войны, когда никем не оспариваемая мощь американской экономики обеспечивала и ведущие позиции ее валюты, и стабильность всей мировой валютной системы. Уже к 1990-м годам экономическая и финансовая среда изменилась настолько, что сделала необходимым появление еще одной валюты международного статуса, сопоставимого с долларом, – евро. Новые глобальные вызовы XXI века делают поиск новых точек опоры в валютной сфере все более актуальным – рассматриваются перспективы китайского юаня, японской иены, региональные возможности рубля, оцениваются перспективы их использования в межстрановом обороте, внешнеторговых расчетах, других операциях.

Еще в Федеральном послании 2006 года Президент Владимир Путин, подчеркнул, что «рубль должен стать более универсальным средством для международных расчетов и должен постепенно расширять зону своего влияния». В развитии этой задачи на Петербургском экономическом форуме в июне 2007 года Президентом было вновь сказано о своевременности постановки вопроса о переходе на рублевые расчеты при экспорте товаров из России. Действительно, позиции рубля и российской экономики становятся более прочными, и, похоже, количество начинает постепенно перерастать в качество. Так, с начала 2007 года европейская система расчетов по ценным бумагам Clearstream начала использовать рубли в качестве одной из расчетных валют. Появилась информация и о намерениях нью-йоркской товарно-сырьевой биржи использовать рубли по ряду контрактов. Прорабатываются механизмы расчетов в рублях на Российской топливно-энергетической бирже.

Как известно, все расчеты за наш экспорт осуществляются в иностранных валютах. Между тем в практике развитых стран платежи за их экспорт, как правило, проводятся в национальных валютах. И это вполне логично, ведь экспортер уже понес издержки,

⁴ Подробнее см.: М.Ершов. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005.

⁵ The Economist. 2004. November, 13th. P.88.

⁶ Там же.

связанные с производством своей продукции (зарплата, сырье и т.д.), а потому гораздо более уязвим к перепадам валютного курса и заинтересован минимизировать свой риск и рассчитывать в своей валюте. Более того, чрезмерная зависимость от одной валюты в целом нежелательна, и именно поэтому в период нестабильности американской валюты ряд развивающихся стран стал постепенно диверсифицировать валютную структуру своих внешнеторговых расчетов.

Сейчас некоторые страны намереваются перевести биржевую торговлю отдельными товарами, в частности нефтью и золотом, на расчеты в национальной валюте (традиционно они ведутся в долларах). Руководство Банка Китая – страны, от которой многое зависит в мировой торговле, – заявило недавно, что «чрезмерную опору на одну валюту в международной торговле, расчетах и резервах необходимо постепенно убирать». По этому пути начинает постепенно двигаться и Россия, принимая решение о биржевой торговле в рублях некоторыми традиционно «долларовыми» товарами.

Расчеты за российский экспорт в рублях следовало бы начинать со стран СНГ, а на более позднем этапе и с другими государствами. При этом такие подходы могут быть связаны с целым рядом последствий.

Во-первых, курсовой риск в данном случае полностью снимается с экспортеров и переносится на иностранных импортеров. И тогда уже покупатели нашего экспорта должны беспокоиться о том, каков будет валютный курс между их валютой и рублем, и соответственно нести издержки по хеджированию. Также будет постепенно формироваться мировая практика расчетов в рублях, причем рубль будет все больше рассматриваться как международное средство расчетов. Более того, все расчеты будут в результате переводиться в «рублевую зону»,

когда иностранные покупатели должны будут открывать соответствующие рублевые счета в российской банковской системе для проведения расчетов, что в целом увеличит ликвидность в российской экономике⁷. Валютные средства, конвертируемые иностранными покупателями в рубли для закупки нашего экспорта и размещаемые в российской финансовой системе, будут уже работать на российскую экономику.

Во-вторых, 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. Так же, как и в первом случае, эти рублевые ресурсы будут храниться в российской банковской системе и контролироваться нашим Центральным банком.

В-третьих, как следствие, резко возрастет прозрачность валютных и налоговых расчетов, поскольку все платежи будут осуществляться с рублевых счетов, находящихся в рублевой финансовой системе.

В-четвертых, 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. В практике (особенно последних лет) таких примеров немало.

Последствия системного характера

Помимо целого ряда «технических» последствий, которые заслуживают серьезного внимания, указанная мера может привести к некоторым важным коррективам общеэкономического характера.

Так, в частности, в принципе

могут измениться предпочтения при проведении валютной политики, поскольку теперь наши экспортеры будут заинтересованы уже не в ослаблении рубля, а в его укреплении, так как им выгоднее получать платежи в более крепкой валюте. И та политика по укреплению рубля, которая проводится в настоящее время, будет опираться на расширяющуюся поддержку участников рынка.

При этом укажем, что, среди прочего, «крепкий рубль» является тормозом инфляции, способствует росту доверия к рублю как к укрепляющемуся активу и в целом делает его более привлекательным для сбережений и инвестиций (как это отмечается в последние годы, когда укрепление рубля подтолкнуло население и бизнес к отходу от долларов и к более широкому использованию рублей). Однако при этом необходимо расширять рублевые инструменты для инвестирования. Их еще не очень много.

Все это закладывает более прочные основы «рублевой экономики», укрепляет позиции российской национальной валюты и расширяет возможности для ее более широкого использования, что крайне необходимо при решении тех масштабных внутриэкономических задач, которые стоят перед нашей экономикой.

Рассматриваемые меры будут способствовать и переносу центра тяжести с внешнего финансирования на внутреннее, вызывая постепенное увеличение доли внутренних заимствований (кредитов и т.д.), осуществляемых российскими экспортными компаниями. 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. Что-

⁷ Даже в тех случаях, когда речь идет о поручении иностранного импортера своему банку купить рубли, то этот иностранный банк будет вынужден открыть корсчет в российском банке-резиденте, на который будут зачислены купленные им рублевые средства.

бы их уменьшить, необходимо будет больший 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 финансового рынка и для дальнейшего совершенствования инструментов денежно-кредитной политики. Все это будет способствовать укреплению финансового положения страны.

О некоторых стимулах и рисках

При этом для стимулирования расчетов в рублях можно предусмотреть целый ряд дополнительных мер, которые использовались другими странами при решении схожих по своей сути вопросов.

В качестве примера напомним ситуацию 1998-1999 годов, когда японские экономические власти для стимулирования роста сочли необходимым более активно опираться на финансовые ресурсы национального бизнеса, большая часть которых работала «за рубежом». Для того чтобы обеспечить приток необходимого для японской экономики объема финансовых ресурсов, были приняты меры нормативного характера, делающие операции внутри страны и в национальной валюте более льготными по сравнению с внешними операциями. (Среди прочего были установлены более льготные нормативы для японских банков – например, соотношение капитал/активы в случае с внутренними операциями составляло 4%, а с иностранными – 8%.) Это обусловило, наряду с введением более привлекательных условий «рыночного» характера (введение 10-летних облигаций с более высокой доходностью), а

также ряда других мер, существенный переток ресурсов японских инвесторов с иностранных рынков во внутреннюю экономику.

В этой связи следовало бы рассмотреть стимулирующие возможности соответствующих нормативов, регулирующих различные балансовые показатели (а если таковых нет, то рассмотреть возможность их введения), использовать налоговые и иные рычаги. Важно также первостепенное внимание уделить формированию рублевых инструментов, в которые можно было бы инвестировать средства в национальной валюте. При расширении операций с рублями и росте их привлекательности это также крайне необходимо.

Более системная задача – формирование некоторых сегментов рынка российских экспортных товаров, где рубль выступал бы в качестве валюты цены. Эта проблема 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, и какова в конечном итоге макроэкономическая ситуация в самой России.

Понятно, что решение проблемы экспортных расчетов в рублях может иметь и ряд рисков и сложностей и предполагает изменение многих сложившихся правил.

Так, резервный статус доллара привел к его активному использованию третьими странами в расчетах между собой и накоплению больших долларовых объемов у иностранных держателей, что в итоге может ослабить эффективность денежно-кредитной политики и оказать негативное воздействие на внутриэкономическое положение Соединенных Штатов Америки. Однако не будем забывать, что доллар был ведущей валютой в мире, по сути, не имея конкуренции, и ситуация эта продолжалась в течение многих десятилетий. Бо-

лее того, ситуация с формированием «внешних» долларов возникла вследствие бесконтрольного роста дефицита торгового баланса США. Да даже и в том случае, который отмечается в настоящее время, при необходимости возможно использование различных рычагов, которые позволят существенно снизить внешние риски для американской экономики.

В нашем случае (хоть до подобной ситуации дело вряд ли скоро дойдет) помнить о таких рисках, тем не менее, стоит и соответствующие механизмы в поле зрения следует иметь.

Одним из тормозов может также быть «техническая традиция» рассчитываться за некоторые сырьевые товары и золото в американской валюте (что, естественно, выгодно в первую очередь самим Соединенным Штатам). Хотелось бы, однако, оценить, какие есть реальные доводы (кроме аргумента, что «так принято»), которые действительно делали бы такую практику не подлежащей никаким изменениям. Отметим, что некоторые страны уже начинают говорить о целесообразности отхода от доллара в международных расчетах. Россия по нефтяным поставкам в Европу стала постепенно переходить на расчеты в евро. Аналогичные тенденции наблюдаются и в других странах. Решение о создании в России нефтяной биржи с расчетами в рублях – также один из шагов в указанном направлении.

В любом случае вопросы будут, естественно, возникать – проблема слишком масштабная. И слишком много в ней задействовано глобальных и локальных факторов и «центров интересов». Формироваться до своего полного решения вопрос может долгое 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 заложить основу для полноценного вхождения рубля в мировую финансовую систему.

