

*М. ЕРШОВ,
доктор экономических наук,
старший вице-президент Росбанка*

НОВЫЕ РИСКИ ПОСТКРИЗИСНОГО МИРА*

В начале ноября 2010 г. на заседании ФРС США было принято решение об очередных антикризисных мерах, согласно которым центральный банк США будет выкупать казначейские бумаги на открытом рынке на сумму 600 млрд долл. Это составляет 50% объема «чрезвычайных» покупок, осуществленных на первом этапе борьбы с кризисом. Как следствие, вырастут эмиссия доллара и его денежная база, что еще больше повысит риски избыточной ликвидности и самого доллара. Такие меры свидетельствуют о том, что ситуация на финансовых рынках (да и в американской экономике) остается непростой, а для ее нормализации требуются дополнительные усилия.

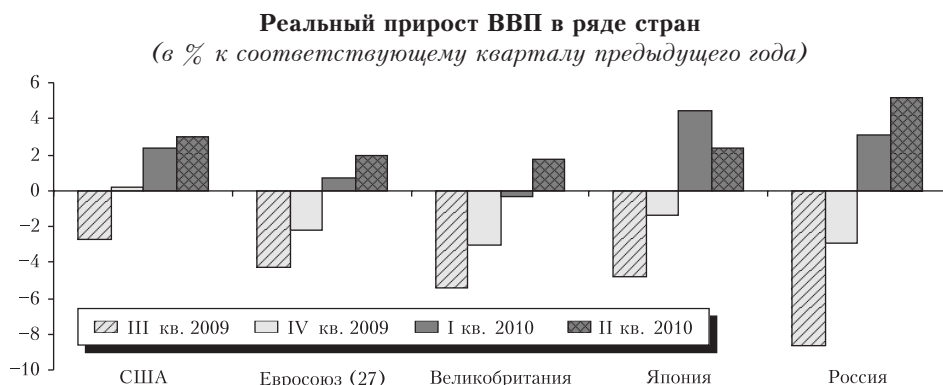
Глобальные дисбалансы сохраняются

В сентябре 2010 г. Национальное бюро экономических исследований (NBER) констатировало, что «в июне 2009 г. экономика США прошла через минимальные значения деловой активности. Это означало окончание рецессии (которая началась в декабре 2007 г.) и начало восстановления»¹. Действительно, после затяжного падения экономики многих стран возобновили рост (см. рис. 1).

Однако, несмотря на наметившийся перелом негативных тенденций в мировой экономике (начало экономического роста, медленное увеличение кредитования, возобновление эмиссии ценных бумаг), рынки весьма неоднозначно оценивали происходящее. Даже до последних решений американских регуляторов о дополнительной и масштабной антикризисной эмиссии (это говорит о том, что на самом деле ситуация гораздо сложнее, чем официально сообщается) участники рынка критически относились к ранее принятым мерам, заложившим серьезные основания для нестабильности в будущем. Об их негативных ожиданиях свидетельствует ряд косвенных индикаторов.

* Статья отражает личное мнение автора.

¹ NBER. 2010. Sept. 20.

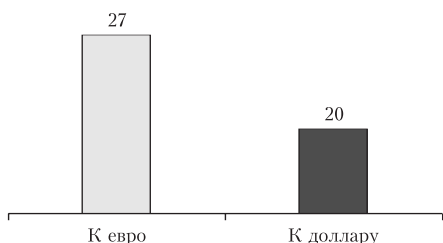


Источники: Евростат, Росстат.

Рис. 1

Устойчиво растут котировки золота и серебра, которые бьют ценовые рекорды, что отражает неуверенность инвесторов в перспективах мировой экономики и их желание инвестировать в наименее рискованные активы. В условиях избытка долларовой ликвидности и риска для самого доллара и всей мировой валютной системы повышается роль швейцарского франка, традиционной «валюты-убежища» во времена кризисов (см. рис. 2).

а) Укрепление швейцарского франка к евро и доллару
(июль 2007 — сент. 2010 г., в %)



Источник: рассчитано по данным www.kitco.com.

б) Цена серебра и золота
(долл./тр. унц., 1 янв. 2009 г. = 100)

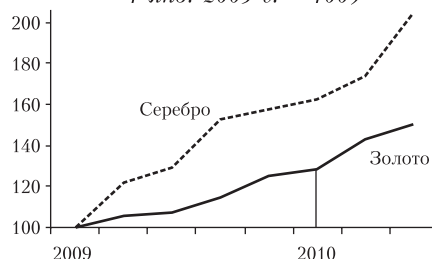
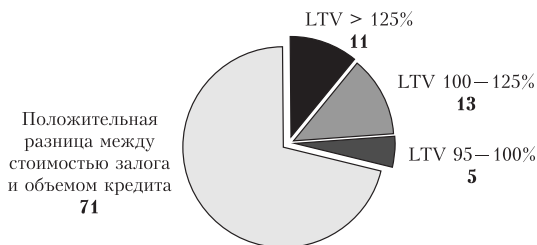


Рис. 2

Нерешенные проблемы на рынке ипотеки США также создают риски формирования источников новых кризисных обострений.

Из-за низкого обеспечения кредитов залогами (соотношение LTV — доля кредитов с разным обеспечением в общем объеме, см. рис. 3) сохраняются вероятность дефолтов и предпосылки для новых кризисов в будущем, особенно если цены на жилье будут снижаться (см. рис. 4). Большая доля кредитов (около 30%), которые обеспечены залогом почти на всю их сумму, повы-

Обеспечение кредитов залогами
(Loan-to-Value-Ratio, LTV, в %)



Источник: МВФ.

Рис. 3

шает уязвимость заемщиков при возможном снижении цен и росте ставок. Это может сделать такие кредиты необеспеченными и чревато увеличением невозвратов и неплатежей.

В настоящее время принимаются меры по поддержке ипотечного рынка (включая возможность рефинансирования и продаж кредитов с недостаточным обеспечением), что может несколько успокоить его участников. Но следует помнить: резкое сокращение активов домашних хозяйств (см. рис. 5), вызванное кризисом, в целом существенно ограничивает спрос на ипотеку.



Источник: US Department of the Treasury, Sept. 2010.

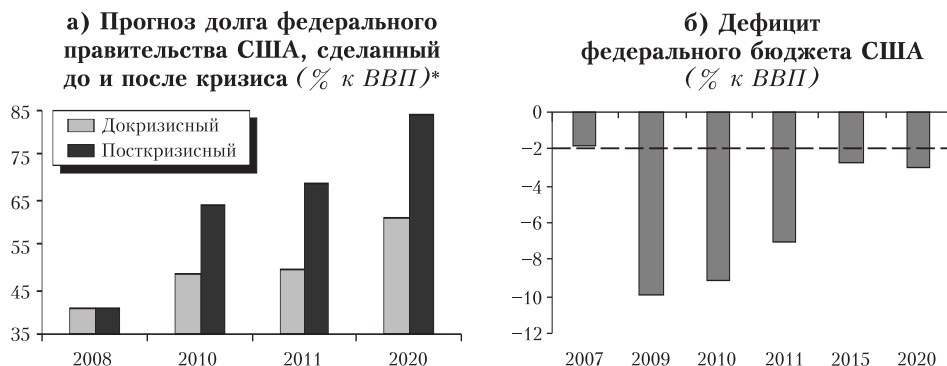
Рис. 4



Источник: ФРС США.

Рис. 5

Рост расходов в связи с антикризисными мерами обостряет проблемы бюджетного дефицита и госдолга. По прогнозам, даже с учетом наметившейся тенденции к восстановлению американской экономики дефицит федерального бюджета США до 2020 г. не вернется к предкризисному уровню (см. рис. 6).



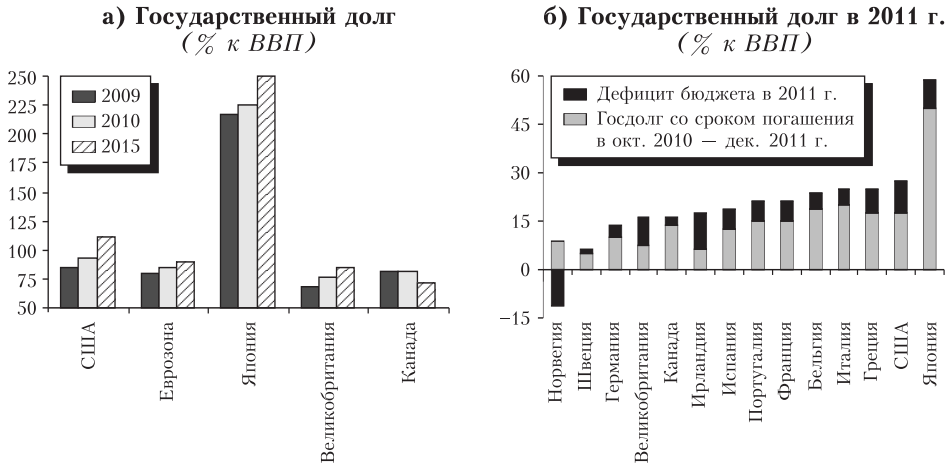
* Прогнозы сделаны в декабре 2007 и январе 2010 г.

Источник: Hearings in Financial Crisis Inquiry Commission. 2010. Jan. 13; CBO.

Рис. 6

Настораживает и оценка долговых перспектив большинства развитых экономик. При этом в ряде случаев на ближайший год приходится значительная сумма платежей по долгу (см. рис. 7).

Очевидно, что в результате глобальные дисбалансы лишь усилятся. Более того, страны с избыточной ликвидностью (часто с высокой нормой сбережений) будут вынуждены, как и до кризиса, финан-



Источник: МВФ.

Рис. 7

сировать государства с большим дефицитом бюджета, что приведет к перетоку в последние значительных финансовых ресурсов².

Подобный переток может вызвать снижение уровня процентных ставок (напомним, в развитых странах они и так низкие). В результате уменьшится доходность финансовых операций, что вынудит банки проводить более агрессивную политику с целью увеличить прибыль. В условиях невысокой доходности они будут менее строго оценивать качество активов и начнут проявлять интерес к более высокодоходным и одновременно высокорискованным сферам вложения средств³. Эта тенденция уже проявилась в 2010 г., когда, во-первых, увеличились эмиссии и возрос спрос на облигации низкого качества («мусорные» облигации, junk bonds) и, во-вторых, стали сокращаться различия в доходности (спред) между госбумагами и облигациями с высоким риском (см. рис. 8).

Очевидно, даже несмотря на принятые регулирующие и ограничительные меры, у банков снова вырастет кредитное плечо, а их балансы



Источник: The Economist. 2010. Sept. 30.

Рис. 8

² Подробнее см.: www.ershovm.ru, а также: Ершов М. В. Финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика. [2011].

³ Возможность развития таких тенденций мы отмечали, в частности, в 2009 г. (см. подробнее: Конференция СРО НФА. Дискуссионная панель макроэкономистов «Перспективы финансового рынка России», 10–11 дек. 2009 г. М., 2010).

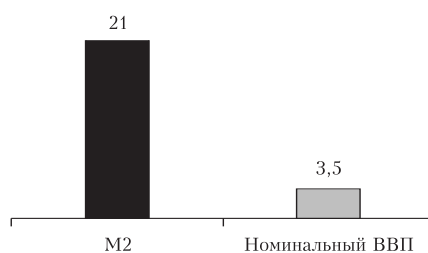
будут неоправданно раздуваться. Другими словами, вновь начнут накапливаться риски, как перед последним глобальным кризисом. Причем это будет носить массовый, системный характер. Как справедливо указывал глава Банка Японии, «большинство участников рынка вряд ли смогут противодействовать давлению со стороны акционеров относительно необходимости повышать доходность операций»⁴. Данные обстоятельства показывают, сколь хрупка достигнутая стабилизация и сколь высоки риски мировой экономики и отдельных стран — вплоть до возможного наступления страновых дефолтов в будущем с формированием предпосылок масштабного геополитического кризиса в мире.

Еще одно важное обстоятельство, определяющее будущие риски, — избыток глобальной ликвидности. В результате масштабных антикризисных «вливаний» в ряде стран рост денежной массы ведущих экономик значительно опередил рост их ВВП (см. рис. 9). Эти тенденции еще больше усилятся ввиду планируемого США очередного увеличения своей эмиссии (см. рис. 10).

Очевидно, указанные ресурсы будут искать место применения — сначала притекать на рынки, разогревая их, а затем уходить с них, создавая риск обрушения. В условиях свободного движения капиталов это повысит риски новых региональных кризисов и волатильность как финансовых рынков, так и мировой экономики в целом.

Как справедливо указывалось в международных обзорах, «развитые страны слишком быстро влили большие ресурсы в развивающиеся государства. Это привело к возникновению пузыря активов в ипотеке и на фондовом рынке, а также к удорожанию валют»⁵. В таких условиях развивающиеся страны будут стремиться ограничить капитальные операции и нейтрализовать негативный эффект спекулятивного притока

Прирост денежной массы (M2) и ВВП основных экономик*, 2007—2009 гг.
(декабрь к декабрю, в %)

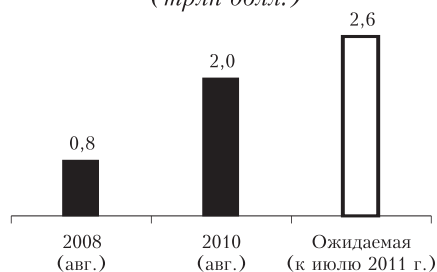


* Еврозона, США, Великобритания, Япония, Китай, Россия.

Источники: рассчитано по данным Eurostat, US Fed, BEA, Bank of England, Bank of Japan, National Bureau of Statistics of China; Росстат, ЦБ РФ.

Рис. 9

Фактическая и ожидаемая денежная база доллара США
(трлн долл.)



Источник: построено по данным ФРС США.

Рис. 10

⁴ Shirakawa M. Some Thoughts on Incentives at Micro and Macro Level for Crisis Prevention // BIS Papers. 2009. No 53. P. 25—26.

⁵ Gallagher K. P. Losing Control: Policy Space to Prevent and Mitigate Financial Crises in Trade and Investment Agreements // UN Report. 2010. No 58.

«коротких» денег. Некоторые страны уже приняли соответствующие меры (в частности, Бразилия, ЮАР, Южная Корея). Использование подобных подходов скорее всего расширится.

В развитых странах, в первую очередь в США, с целью смягчить отрицательный эффект для самого финансового сектора может быть предпринята попытка сначала трансформировать финансовый пузырь в общеэкономический, вытолкнув его, насколько возможно, в реальную экономику. Поскольку основная помощь поступает в финансовую сферу и именно ей прежде всего достается положительный эффект от оказываемых мер поддержки, то эта сфера будет усиливаться за счет относительного ослабления реального сектора. Тогда возникнет возможность «более равномерного» распределения рисков в экономике: они станут меньше в самой финансовой сфере (которая остается главной точкой опоры), но возрастут у других участников со всеми вытекающими последствиями для экономики в целом — инфляционными, секторальными, валютными и т. д. Затем, с учетом складывающихся условий, пузырь можно вытолкнуть во внешнюю сферу, что позволит одновременно решить задачу эффективного размещения дополнительной ликвидности (особенно если внешние активы будут недооцененными) и упредить возможное обесценение доллара в будущем.

Развивающиеся экономики — важная и емкая сфера для такого размещения средств. Если эти страны осознают риски дестабилизации, связанные с избытком глобальной ликвидности, и предпримут меры по ограничению притока «коротких» денег из стран с чрезмерной эмиссией, то это существенно осложнит достижение «нового посткризисного выравнивания». Вот почему в лондонской декларации «большой двадцатки», когда речь идет о необходимости противодействовать протекционизму, *отдельно указано на недопустимость финансового протекционизма, особенно мер, ограничивающих мировое движение капиталов, в первую очередь в развивающиеся страны*⁶.

В самом худшем сценарии нельзя исключать применения всего арсенала не только экономических, но и геополитических средств для переноса центра тяжести кризиса в другие точки мира с последующей глобальной дестабилизацией. Одновременно это может способствовать «решению» накопившихся долговых проблем.

В условиях избыточной ликвидности могут обостриться риски доллара США. В целом за последние годы он действительно вошел в полосу длительного системного обесценения, причем эта тенденция становится все более устойчивой (см. рис. 11). Очевидно также, что любое новое ухудшение положения американской экономики,



Источник: Банк международных расчетов.

Рис. 11

⁶ G-20. The Global Plan for Recovery and Reform. 2009. Apr. 2.

как и ее долларовая «накачка» в рамках антикризисных мер, осложнит позиции американской валюты.

Неуверенность рынка все чаще заставляет возвращаться к поиску неких «якорей» или иных «точек опоры» международной валютной системы. В связи с необходимостью стабилизировать валютную систему делаются различные предложения, вплоть до возможного применения в той или иной форме «золотого стандарта». По словам президента Всемирного банка Р. Зеллика, «желательно обратиться к использованию золота в качестве международного ориентира для оценки рыночных ожиданий по поводу инфляции, дефляции и валютных курсов»⁷.

Ситуация в России

С учетом рассмотренных тенденций в мировой экономике обратимся к ситуации в России. О целесообразности повысить роль других валют (помимо доллара) и золота при формировании международных резервов России в условиях глобальной финансовой нестабильности мы говорили еще на начальном этапе кризиса.

О некоторых вопросах формирования золотовалютных резервов⁸

1. Высокие риски и повышенная турбулентность международной финансовой сферы в 2007—2008 гг., а также связанные с этим курсовые колебания валют сделали актуальными вопросы о «якоре-устойчивости» в международной валютной системе, а также о нахождении активов, в наименьшей степени подверженных рискам. В связи с этим внимание вновь было обращено на золото, во-первых, как актив, традиционно считающийся наиболее надежным в условиях кризиса, и, во-вторых, как актив, который устойчиво дорожает в последние три года.

Учитывая, что кризисные тенденции в мировой экономике могут продолжить свое развитие в ближайший год, что может привести к курсовым потерям, необходимо рассмотреть возможность мер по диверсификации золотовалютных резервов страны путем увеличения в них золотого компонента.

2. Необходимо также принимать во внимание устойчивое снижение курса американского доллара по отношению к ряду валют (евро, швейцарский франк, фунт стерлингов, юань, рубль) в течение последних двух с лишним лет. При этом, по оценкам международных организаций, доллар по-прежнему остается переоцененным (что означает сохранение потенциала для дальнейшего снижения его курса).

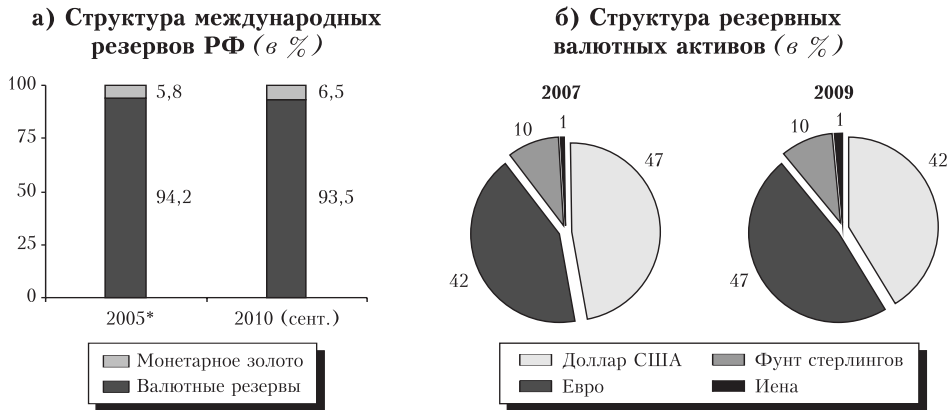
Снижению доллара могут также способствовать кризисные тенденции в американской экономике и снижение процентных ставок, делающие инвестиции в доллары менее привлекательными.

С учетом вышеизложенного целесообразно рассмотреть возможность постепенной диверсификации валютного портфеля золотовалютных резервов (а также валютной структуры внешнеторгового оборота) путем увеличения в нем доли других валют.

В условиях кризиса в этих процессах стали наблюдаться некоторые подвижки, однако в целом пока картина меняется незначительно (см. рис. 12).

⁷ The Financial Times. 2010. Nov. 8.

⁸ Ершов М. В. Материал к заседанию Комитета по банковской деятельности РСПП, 7 февр. 2008 г.



* Золото пересчитано по рыночной цене.

Источники: ЦБ РФ, рассчитано по данным ЦБ РФ.

Рис. 12

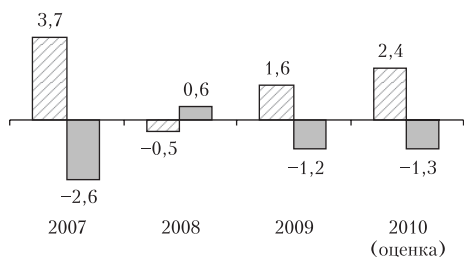
Необходимо было также пересмотреть подходы Банка России к формированию ликвидности в российской экономике, сместив центр тяжести с международных источников на внутренние. На первых порах кризис внес коррективы в политику ЦБ РФ. Уже в конце 2007 г. (когда отмечались первые признаки кризисных процессов в мире) фактически впервые за многие годы в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год» было предусмотрено постепенное сокращение роли международного фактора в формировании денежной базы в планируемый период (до 2010 г.). Годом позже — в 2008 г. — в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов», пересмотренной в условиях кризиса и принятой в окончательной редакции в конце года, при формировании денежного предложения был усилен акцент на росте *внутренних* источников (чистых внутренних активов) при уменьшении роли внешнего фактора. Предполагалось, что это позволит «более эффективно использовать процентные инструменты денежно-кредитного регулирования, сделать действенным процентный канал трансмиссионного механизма»⁹, а также «за счет уменьшения присутствия Банка России в операциях на валютном рынке повысить гибкость курсовой политики, осуществить постепенный переход к режиму свободно плавающего валютного курса»¹⁰.

Фактически роль внешнего фактора в 2008 г. действительно уменьшилась, а внутреннего — возросла (см. рис. 13а). Однако денежная программа на 2010 г. была разработана исходя из предположения о росте чистых международных резервов как основном источнике увеличения денежной базы. Это в целом означает отказ ЦБ от объявленных ранее подходов, принятых в условиях противодействия кризису, согласно которым основными должны были стать внутренние

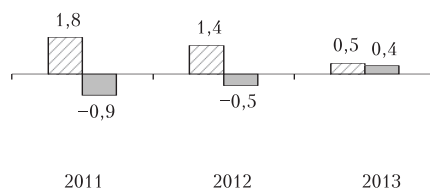
⁹ См.: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов / ЦБ РФ. С. 27.

¹⁰ Там же.

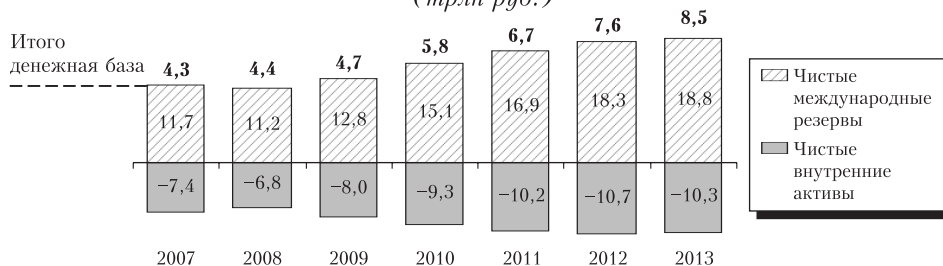
а) Фактический прирост показателей денежно-кредитной программы (на конец периода, трлн руб.)



б) Прирост показателей денежно-кредитной программы от 2010 г.* (трлн руб.)



в) Источники формирования денежной базы рубля (трлн руб.)*



* 2010 г. — оценка ЦБ РФ (окт. 2010 г.); 2011–2013 гг. — прогноз ЦБ РФ, основной (второй) вариант денежной программы от 2010 г.

Источники: построено по данным: «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год» (основной второй вариант); «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов» (основной третий вариант); «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов» (основной второй вариант); «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов» (основной второй вариант). Проект (окт. 2010 г.) / ЦБ РФ.

Рис. 13

источники монетизации. Теперь при формировании денежной базы на первый план снова выходят внешние источники. И хотя предполагается, что их значение будет уменьшаться (см. рис. 13б), абсолютный вклад внешнего фактора в формирование денежной базы останется решающим (см. рис. 13в).

Можно ли говорить, что перечисленные в документе 2008 г. цели перестали быть актуальными или исчезли риски мировой экономики, которые вынудили регулятора модифицировать свои подходы? И каковы тогда пути решения системных структурных задач, стоящих перед экономикой? Ведь внешнему каналу монетизации присущи риски, связанные с возможностью привлечения ресурсов (или невозможностью, как в ходе последнего кризиса). Кроме того, указанные подходы приводят к сохранению экспортно-сырьевой ориентации российской экономики, уменьшение которой руководство страны считает важной системной задачей. Сырьевой экспортер, продавая валютную выручку и получая дополнительные рубли, фактически формирует спрос для остальной экономики, которая начинает все больше обслуживать интересы данного сектора, расширяя его позиции и в экспорте, и в структуре ВВП, что и наблюдалось многие годы. При

этом уменьшается поступление финансовых ресурсов в неэкспортные отрасли, трансмиссионные механизмы не могут эффективно обеспечивать переток ресурсов, а процентные ставки неадекватно отражают стоимость ресурсов для экономики¹¹.

Накопление золотовалютных резервов, очевидно, создает некий запас прочности для экономики, что подтвердили кризисные события. Однако это не означает, что следует переходить к механизму «валютного правления» — *currency board* (если не буквально, то близкого по смыслу), когда вся внутренняя ликвидность формируется только на основе притока валюты, а центральный банк фактически отказывается от своей главной функции — первичного источника денежных ресурсов, которые одинаково доступны для экспортных и неэкспортных отраслей. Экспортная выручка и внешние займы все равно будут поступать в экономику, но их роль в формировании денежной базы должна балансироваться внутренними механизмами с учетом потребностей национальных экономических участников, в первую очередь неэкспортных отраслей. Без их развития нельзя осуществить реальную диверсификацию экономики, преодолеть ее сырьевую направленность.

Конечно, сырьевые поставки нужны мировой экономике. В отсутствие эффективных альтернатив Россия вынуждена выступать в качестве такого поставщика. Но достаточна ли такая функция для нашей страны, позволит ли она обеспечить ее долгосрочную системную роль в мире? И на что нам рассчитывать, когда уменьшатся невозобновляемые ресурсы российской экономики?

Денежная программа на 2010–2012 гг. предполагает сокращение чистого кредита и банкам, и расширенному правительству (см. табл.), что будет означать дополнительное изъятие средств из экономики. Кроме того, тогда вновь придется привлекать необходимые средства из внешних источников, что усилит зависимость нашей страны от конъюнктуры мирового рынка и повысит соответствующие риски со всеми вытекающими последствиями.

Т а б л и ц а

Показатели денежной программы на 2010–2013 гг.

(на конец периода, трлн руб.)*

	2010	2011	2012	2013
Денежная база (узкое определение)	5,8	6,7	7,6	8,5
Чистые международные резервы	15,1	16,9	18,3	18,8
Чистые внутренние активы	–9,3	–10,2	–10,7	–10,3
в том числе:				
чистый кредит расширенному правительству	–4,7	–4,6	–4,7	–4,8
чистый кредит банкам	–2,1	–3,1	–3,5	–2,6

* 2010 г. — оценка ЦБ РФ (окт. 2010 г.); 2011–2013 гг. — прогноз ЦБ РФ, основной (второй) вариант проекта денежной программы от 2010 г.

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов.

¹¹ На эти и иные недостатки подобных подходов мы неоднократно указывали ранее (см., например: Ершов М. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006. № 12).

О назревших мерах денежно-кредитной политики

Как мы показали, и в мире, и в российской экономике вновь начинают формироваться подходы, которые либо уже привели в прошлом к возникновению кризисных процессов (как в ведущих странах), либо усугубили кризисные тенденции (как в России). Поскольку глобальные риски остаются высокими, необходимо создать механизмы, нейтрализующие действие внешних шоков. В связи с этим рассмотрим ряд актуальных вопросов.

1. Очевидно, нужны механизмы замещения внешних источников финансовых ресурсов внутренними. Следует серьезно пересмотреть сложившиеся подходы к формированию денежного предложения: роль экспортной выручки и внешних займов должна балансироваться внутренними механизмами формирования ресурсов с учетом потребностей национальных экономических участников, в первую очередь неэкспортных отраслей. В гораздо более развитых экономиках мира (США, Япония и др.) ведущую роль в этом процессе играют денежные власти¹².

2. Как мы не раз указывали раньше, даже на зрелых рынках именно монетарные власти формируют основу «длинных» финансовых ресурсов в экономике. Когда иностранный центральный банк покупает у своего минфина «длинную» бумагу, он фактически осуществляет целевую эмиссию на длительный срок, предоставляя тому «длинный» кредит, который затем поступает в экономику и посредством мультипликатора формирует многоуровневый пласт «длинных» ресурсов с разными сроками. В отсутствие таких подходов мы будем зависеть от возможности (или невозможности) привлечь эти ресурсы на внешних рынках.

3. Нужно быть готовыми к рискам, связанным с чрезмерной волатильностью валютных курсов, в том числе вызванной избытком глобальной ликвидности и ее перемещением по миру. Движение «горячих» денег (особенно когда их становится все больше) может серьезно дестабилизировать экономику разных стран и вновь заставить их использовать рычаги контроля за движением капиталов. С подобными рисками сталкивается и российская экономика, поэтому необходимо продумать меры по их нейтрализации.

4. Избыточный приток капитала может сопровождаться удорожанием рубля. О плюсах и минусах сильного рубля мы уже высказывались на страницах журнала. В складывающейся ситуации отметим, что его удорожание (как динамическая тенденция) само по себе стимулирует приток спекулятивного капитала, ведь впоследствии можно продать подорожавшие рубли и капитализировать прибыль. В то же время статично более дорогой рубль может быть своего рода фильтром, делая такие спекулятивные притоки менее эффективными.

Напомним, кстати, что рубль по соотношению курс/ППС по-прежнему недооценен больше, чем валюты многих других разви-

¹² Подробнее см.: *Ершов М.* О финансовых механизмах экономического роста // Вопросы экономики. 2002. № 12, а также: *Ершов М. В.* Финансовый кризис. Что дальше?; www.ershovm.ru.

вающихся стран (примерно в 1,8 раза, или на 80%¹³). Отчасти это решает проблемы торгового баланса, но одновременно наша экономика становится фактически беззащитной перед угрозой избыточного притока капитала, особенно в условиях либерализации капитальных операций; причем эффективность его привлечения крайне низкая (одно дело, когда каждый привлекаемый доллар эквивалентен 17–20 руб., и другое — когда 30–32, что удешевляет все внутренние активы).

В целом более дешевый рубль означает уменьшение валютной оценки нашего национального богатства, ВВП, других показателей, характеризующих уровень развития страны. Это касается и инвестиций российского бизнеса на внешних рынках: дорогой рубль делает такое участие более весомым, а дешевый существенно снижает эффективность подобных инвестиций.

Странно, что при стимулировании посредством занижения курса рубля наших внешнеэкономических операций практически не рассматриваются возможности стимулировать наши инвестиции за рубежом. Конечно, для иностранных рынков мы представляем интерес прежде всего как поставщики сырья или как рынок сбыта их продукции и там никто не ждет нас в качестве покупателей и акционеров их компаний (отдельные попытки крупных российских компаний приобрести серьезные западные активы показывают, с какими препятствиями приходится сталкиваться). Более того, дешевый рубль в целом служит западным рынкам своего рода защитой от нашего вхождения в капитал их компаний. Однако это не означает, что мы должны рассматривать их интересы как некую «объективную данность»; нам следует стремиться изменить ситуацию в свою пользу, расширяя реальное и системное присутствие на западных рынках.

Масштабная недооценка рубля усложняет задачу нейтрализации притока «горячих» денег. В ситуации избытка глобальной ликвидности более дорогой рубль препятствует ее поступлению на российский рынок (за это приходится платить дороже), в результате повышается оценка всех рублевых активов для внешних спекулянтов (и остальных инвесторов).

В отсутствие мер, регулирующих движение «горячих» денег, постепенное удорожание рубля не решит проблему спекулятивного притока средств. В то же время курсовые изменения можно осуществить, например, через реализацию ряда одномоментных удорожаний (если регуляторы сочтут это целесообразным), приближая курс к тому уровню, который в большей степени учитывает общеэкономический уровень цен (с учетом ППС) и решает задачи нейтрализации притока избыточной и краткосрочной глобальной ликвидности. Желательно одновременно принимать необходимые меры налоговой и денежно-кредитной политики, направленные на достижение данных целей.

Внешнеторговые последствия таких шагов можно балансировать рычагами таможенной и тарифной политики, а также мерами по поддержке экспортеров¹⁴. Этому будет способствовать и использо-

¹³ 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.).

¹⁴ Подробнее 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; *Ершов М.* Актуальные направления экономической политики // Вопросы экономики. 2003. № 12; www.ershovm.ru.

вание рубля в качестве валюты цены и валюты расчетов по российским экспортным поставкам, поскольку тогда поменяются курсовые предпочтения экспортеров. Они будут заинтересованы в удорожании национальной валюты, так как им выгоднее получать платежи в более крепкой денежной единице¹⁵.

Конечно, при более дорогом рубле усиливается конкуренция с импортными товарами. Однако, во-первых, это стимул для повышения конкурентоспособности отечественных производителей. Если они не могут адекватно конкурировать с внешними поставщиками, целесообразно применять рычаги торговой политики, которые *обеспечат защиту соответствующих производств* (поскольку, напомним, эффективно использовать валютный курс в целях внешнеэкономического регулирования можно лишь в комплексе с другими мерами торговой политики).

Во-вторых, менее дорогой импорт удешевляет внешние поставки для внутреннего производства, тем самым снижая издержки. В соответствии с выбранными приоритетами можно проводить селективную политику, обеспечивая низкий уровень цен на товары, импорт которых критичен для внутренних производителей, и, напротив, *вводить защитные меры* применительно к товарам, производство которых необходимо сохранить в стране.

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

* * *

В силу разнообразия нынешних вызовов и рисков необходимы различные меры по их уменьшению. Какими они будут — решать регуляторам и участникам рынка. Однако в современном мире все более актуальными становятся подходы, основанные на разумном прагматизме, когда все больше стран начинают действовать в соответствии со здравым экономическим смыслом. Часто это противоречит подходам или теоретическим догмам, которые доминировали в «обычное» время. Чтобы адекватно противодействовать возникающим новым рискам, нужно использовать весь набор мер, которые могут потребоваться в конкретной ситуации. Чем быстрее мы начнем руководствоваться здравым экономическим смыслом, чем более разумными и взвешенными окажутся наши решения, тем больше возможностей будет у нашей экономики успешно развиваться в новых условиях.

¹⁵ Ершов М. Об актуальных экономических задачах // Вопросы экономики. 2004. № 12.