

М.В. ЕРШОВ

**ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
СУВЕРЕНИТЕТ
РОССИИ**

**В ГЛОБАЛЬНОЙ
ЭКОНОМИКЕ**

**ЭКОНОМИКА
2005**

ОГЛАВЛЕНИЕ

ОТ АВТОРА	4
ВВЕДЕНИЕ	6
ГЛАВА 1. Мировая финансовая система в новых экономических условиях	8
Несколько общих замечаний	19
ГЛАВА 2. Механизмы валютной экспансии.....	34
Долларизация в России: некоторые аспекты	37
О курсообразовании	39
О валютном правлении (currency board).....	49
Валютное правление в условиях России	50
Валютный курс как инструмент глобализации	56
ГЛАВА 3. Механизмы глобального Регулирования и возможность сохранения страновых суверенитетов ..	63
Рынки в новых условиях нестабильности.....	64
Механизмы финансовой сферы: источник кризиса или стабилизации?.....	66
Банки - как стратегический элемент глобальной	74
экономики.....	74
Валютная либерализация	88
Возможные риски	89
О ВТО.....	95
Немного о "равных конкурентных условиях"	96
Рычаги выравнивания: инструментарий ВТО и предложения банков.....	101
Ожидания и реальность	106
ГЛАВА 4. Об опыте 1998 г.	114
Некоторые внешнеэкономические последствия и их влияние на финансовый сектор.....	124
Либерализация рынка ГКО	134
Кризис и девальвация.....	137
ГЛАВА 5. Фондовый рынок: до и после кризиса	140
Фондовый рынок в последние годы	144
ГЛАВА 6. Об основных механизмах национальной экономической политики	158

Некоторые подходы структурной политики	161
Немного об опыте наших конкурентов.....	163
Вновь о монетизации экономики	168
Механизмы и источники монетизации экономики ..	170
Как формируются финансовые ресурсы в ведущих странах	176
Об источниках “длинных” денег в экономике	182
О роли ЦБ	191
Бюджетная политика	195
Несколько слов о кейнсианстве	196
Об ипотеке и других специальных программах	205
Иные специализированные фонды и программы	207
ГЛАВА 7. Роль валютной политики.....	209
О валютном курсе	212
О международном использовании рубля в свете задачи конвертируемости	220
О роли рубля и некоторых денежно-кредитных инструментах	224
Механизмы укрепления позиций страны в глобальной экономике	228
Денежно-кредитная сфера	231
Валютная политика	235
Роль бюджетных механизмов	239
О координации подходов.....	242

ОТ АВТОРА

Рассматриваемые в данной книге вопросы находятся в самом эпицентре экономической, стратегической и политической проблематики.

В современном мире, где стираются грани между национальными и международными факторами, атрибуты национальной экономики утрачивают прежнюю роль, размываясь общим ходом мировых интеграционных процессов. В то же время именно экономические механизмы в настоящее время позволяют достигать тех целей по установлению "трансграничного контроля" над различными секторами экономики и отдельными странами, который ранее обеспечивался лишь силовыми методами, что придает экономическим рычагам в условиях глобальной интеграции стратегическое и геополитическое значение.

От того, кто в конечном счете будет иметь решающую возможность управлять такими механизмами, где будут находиться такие рычаги и как они будут использоваться, во многом будет зависеть не только решение отдельными странами своих текущих проблем. Это в значительной степени окажет воздействия на общий ход мирового экономического и политического развития.

В таких условиях России необходимо нахождение и четкое, сбалансированное использование рычагов и механизмов, которые позволят ей эффективно интегрироваться в глобальную экономику, сохраняя при этом те основы и приоритеты, которые соответствуют ее национальным интересам, и которые позволят ей выступать в качестве серьезного суверенного участника мировой экономики. Очевидно, успешное решение данной проблемы определит характер развития нашей страны на многие десятилетия.

Данная книга предлагает ряд подходов, которые следовало бы учитывать при формировании столь сложных и масштабных задач.

Автор основывает свои выводы на 15-летнем опыте практической работы в финансовой сфере, участия в международных переговорах, официальных встречах, многочисленных обсуждениях указанных проблем с многими ведущими российскими и международными экономистами, банкирами, учеными и политиками.

Данная работа обобщает некоторые из выводов, сделанных автором в ранее опубликованных книгах - "Валюты в мировой торговле" (М.: Наука, 1992), "Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х " (М.: Экономика, 2000).

Многие из сделанных нами в этих книгах прогнозов относительно перспектив валютного и фондового рынков, тенденций валютных курсов, общего развития мировых интеграционных процессов, банковской сферы и ряд других оказались верными. В данной работе мы более подробно остановимся на том, почему, часто вопреки складывавшимся тенденциям, определенные факторы, находившиеся "в тени", а потому не привлечшие к себе должного внимания, в конечном итоге оказались решающими.

Основное внимание будет уделено рассмотрению тех подходов, которые необходимы в будущем для того, чтобы упрочить экономические позиции России в мире в условиях усиления международной конкуренции.

Мы надеемся, что книга поможет более четко ориентироваться в тех сложных проблемах, с которыми сталкиваются сегодня ведущие страны в условиях "глобальной интеграции", и будет способствовать более оптимальному формированию экономических подходов, необходимых для укрепления позиций нашей страны в мире.

ВВЕДЕНИЕ

Развитие интеграционных процессов, ведущее к стиранию экономических границ, масштабные переливы финансовых ресурсов между различными странами, образование новых экономических блоков, участники которых связаны общей системой экономических и политических интересов, укрупнение самих компаний и банков создает качественно новые условия и механизмы вхождения страны в мировую экономику.

Эти условия становятся тем более ощутимы по мере расширения экономических границ и все большей вовлеченности России в международные экономические механизмы.

Проблема приобретает еще большую актуальность, если принимать во внимание тот территориальный и ресурсный потенциал, которым располагает наша страна. Напомним, что при доле в населении мира менее 3%, на Россию приходится более 10% территории и более 30% мировых запасов сырья. С учетом того, что проблема ресурсообеспеченности в мире будет только обостряться, очевидны и повышенное внимание и интерес международного сообщества к столь "потенциалоемкому" региону, в связи с чем конкуренция по всем направлениям будет только нарастать.

При этом усиление конкуренции с иностранными компаниями не только на мировом рынке, но и внутри страны, сохраняющаяся зависимость внутренних экономических процессов (роста экономики, инвестиций) от возможности привлечения международных финансовых ресурсов, предстоящее вступление в ВТО и необходимость сокращения в связи с этим национальных регулирующих мер - все это ставит во главу угла вопросы о том, каким образом на основе глобализационных процессов обеспечить укрепление внутреннего положения России, а также ее позиций в мире.

Насколько возможно сохранение активной самостоятельной экономической политики, сориентированной на достижение национальных задач?

Что собой представляют из себя механизмы и "точки опоры" (часто завуалированные и неявные), которые могут дать России преимущества в современной конкурентной среде?

Наконец, в какой мере в результате открытости национальной экономики к глобализации в принципе возможно сохранение экономического суверенитета?

В данной книге автор выражает свое личное мнение, которое не может отождествляться с мнением организации, которую он представляет.

Глава 1

МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА В НОВЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЯХ

В ситуации, когда перед Россией встают задачи эффективного вхождения в мировые глобализационные процессы, крайне важно правильно использовать те механизмы и инструменты, которые обеспечили бы максимальные внешние преимущества при минимальных внутренних потерях. Как использовать возникшие в последнее десятилетие принципиально новые особенности мировой экономической ситуации?

Та стремительность, с которой развиваются процессы в мировой валютной и финансовой сферах - возникновение новых валют и сбои в их функционировании, бурный рост котировок ценных бумаг и их резкие снижения, планы реформирования "старых" международных институтов и проекты "новой финансовой архитектуры", дает дополнительную "информацию к размышлению" при выработке Россией механизмов интеграции в мировую экономику.

Происходящие процессы свидетельствуют не только о текущих изменениях в мировой экономике, но и свидетельствуют о более глубинных, системных тенденциях, что делает их учет особенно важным в долгосрочной перспективе.

Кризисные события на мировых финансовых рынках в конце 1990-х гг., (их масштаб и географический охват), по сути поставили мир перед дилеммой: либо совместными усилиями найти механизмы, позволяющие нейтрализовать зарождение или развитие кризисов, либо столкнуться с полномасштабными глобальными потрясениями.

Сам характер развития мировой экономики - усиление интеграции отдельных регионов (европейских государств, стран ЮВА) - и раньше указывал на то, что сложившаяся в

послевоенный период валютная система, основывающаяся на долларе, будет эволюционировать в сторону возникновения балансирующих валютных противовесов. Кризисная нестабильность лишь сделала более очевидной целесообразность этих процессов, отвечающих не только интересам конкретных экономических группировок, но и здравому экономическому смыслу: при нестабильности лучше иметь несколько точек опоры и диверсифицировать характер своих инвестиций.

В настоящее время мы имеем дело не только с возникшим евро. Обсуждаются возможности создания подобного валютного союза в Азии, где центральную роль может играть японская иена. Так, японские экономические круги еще в апреле 2000 г. подтвердили готовность поддерживать и продвигать иену в качестве мировой валюты, используемой для международных инвестиций, торговли и формирования резервов. С учетом того что только одни вложения в долларовые инструменты у японских финансовых компаний оцениваются в несколько триллионов долларов, возможности для подобной политики представляются серьезными.

Все более весомо начинает заявлять о себе китайский юань, который в 2003 г. даже был причиной критики американских экономических властей, недовольных проводимой курсовой политикой, создающей проблемы для американской экономики.

Международные инвестиционные и коммерческие банки, наиболее чувствительно реагирующие на мировую конъюнктуру, также постепенно снижают долю долларовых активов в своих вложениях и диверсифицируют свои портфели.

Такие действия стали более отчетливо проявляться к концу 1990-х гг. и подпитывались настораживающими тенденциями на американском фондовом рынке.

О прогнозах

Ред.: В интервью нашему журналу весной 2001 г. вы прогнозировали падение доллара и неизбежность очередного снижения процентных ставок США с целью затормозить падение акций. Ранее в своей книге «Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 1990-х», вышедшей в январе 2000 г., вы сделали целый ряд прогнозов, которые оказались правильными: и о валютном курсе доллара, и о фондовом рынке США, и о недооценке рубля, о его возможном удорожании и ряд других. В частности, был сделан вывод, что «американский фондовый рынок в целом «перегрет» и потенциально может произойти существенное падение котировок». Тот же прогноз дан вами и в более ранних публикациях - начала 1999 г. Видный российский экономист, академик-секретарь Отделения международных отношений РАН Н. А. Симония, обсуждая ваш прогноз, писал: «Книга (Ершова. - Р.) была подписана в печать в октябре 1999 г. На фоне общего экономического благополучия США, благоприятных показателей экономического роста, низкого уровня безработицы, неуклонного повышения котировок такой вывод мог бы показаться чрезмерно алармистским. Но прошло менее полугода, и к середине апреля обозначилось резкое падение индекса Nasdaq» (Известия, 200.25.04.). Это падение продолжалось более трех лет. Действительно ли все было понятно заранее?

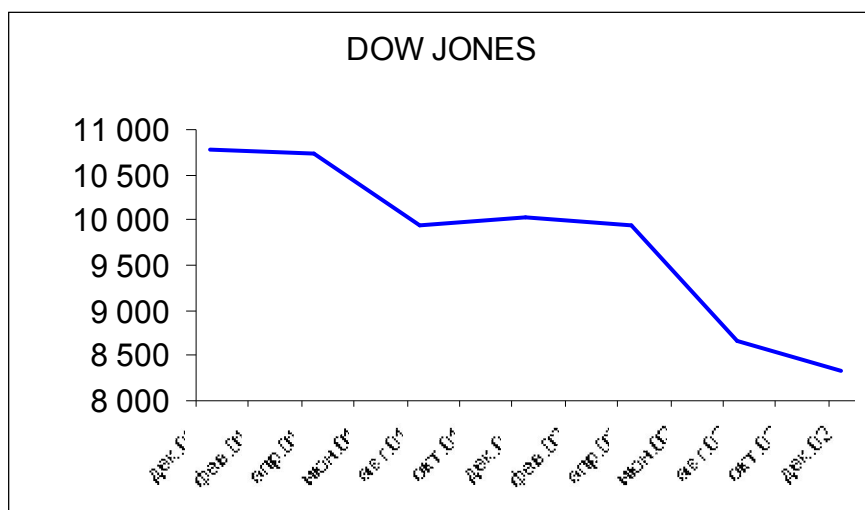
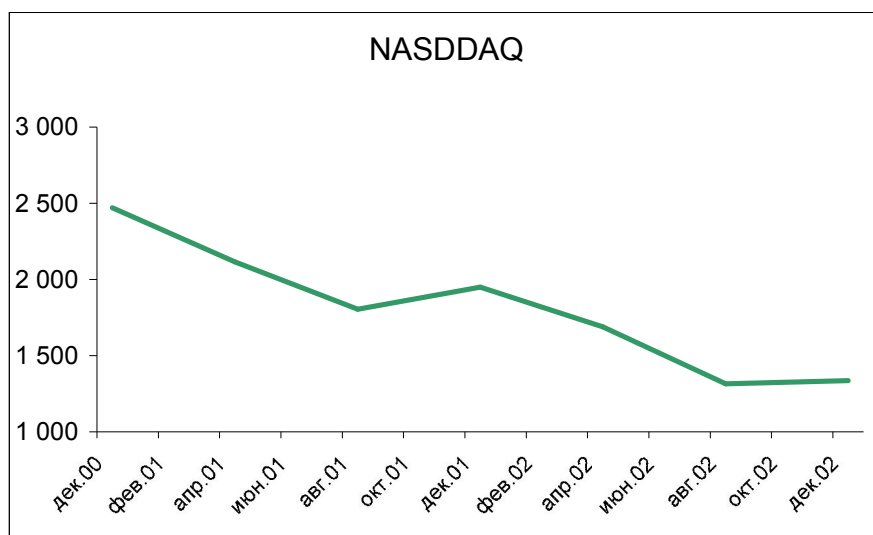
М. Ершов: В своих публикациях в конце 1990-х г.г. я указывал, что на американском фондовом рынке к тому времени накопились огромные «перекосы», и они рано и поздно должны были «выйти на поверхность». Еще до 2000 г. котировки многих акций были завышены больше, чем это было накануне всех

основных кризисных «падений», как в 1987 г. или как перед Великой депрессией.

Заметим, что очень контрастно выглядели соотношения между самими акциями. Так, общая капитализация американского фондового рынка к началу 2000 г. составляла около 10 трлн.долл., причем на 10 компаний «новой экономики» приходилось почти 25%. Более того, разрыв между ценами на акции «новых» и «старых» компаний достигал порой шокирующих размеров. К примеру, акции такой уважаемой компании, как US Steel, оценивались рынком почти в 200 (!) раз дешевле, чем акции Intel или Microsoft. Понятно: рано или поздно реальные экономические соотношения и закономерности должны были внести свои коррективы, в итоге только за 2000 г. индекс Nasdaq снизился почти на 60%.

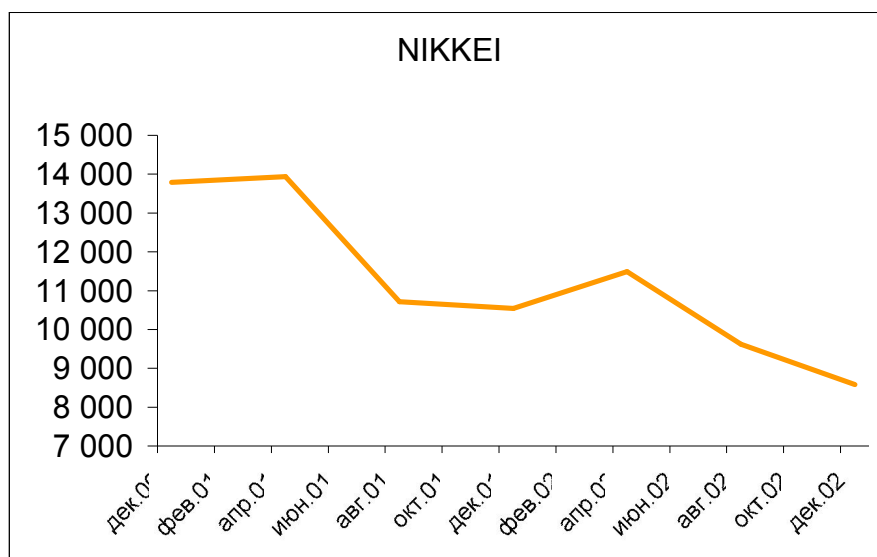
Банковский ряд.2004.№ 1-2.С.3-6.

Это падение продолжалось более трех лет, и даже к концу 2003 г. на фондовом рынке еще не сложилось устойчивой тенденции к росту, хотя за это время ФРС была вынуждена 13 раз снижать учетные ставки, чтобы поддержать рынок. В итоге принятых мер в денежно-кредитной и бюджетной политике в экономике стали отмечаться положительные результаты, и к четвертому кварталу 2003 г. американская экономика и фондовый рынок стали демонстрировать некоторый пусть и неустойчивый, но рост (об этих мерах мы будем говорить подробнее ниже).



**Рис.1.1 Снижение индексов Наздак и Доу-Джонс
(декабрь 2000 - декабрь 2002 г.)**

Возвращаясь к началу 2000 г. отметим, что вслед за падением американских фондовых рынков подобные процессы распространились и на фондовые рынки других стран, ценные бумаги которых значительно потеряли в своем весе (рис 1.2).



**Рис. 1.2. Снижение индекса Никкей
(декабрь 2000 – декабрь 2002 г.)**

Очевидно, что все процессы в американской экономике, как самой большой экономике мира тут же отражаются на ситуации в мировой экономике в целом. Аналогично развитие американского фондового рынка – также самого масштабного и глубокого – тут же отражается на мировых финансовых рынках. При такой зависимости тем более важно, чтобы экономическое положение США не явилось источником мирового кризиса.

В самой же американской экономике многие проблемы приобретают все более масштабный характер. И хотя на определенных этапах благоприятное развитие конъюнктуры, а также соответствующие меры экономической политики позволяют эти проблемы несколько заглушить, очевидно, что в какое-то время критическая точка может быть пройдена и все накопившиеся перекосы могут проявиться в полном масштабе.

Настораживает, в частности, то, что США серьезно "перегружены" долговым бременем. Общий объем внутреннего долга составил к середине 2003 г. около 6,8 трлн долл., или более 60% ВВП. При этом долг домашних хозяйств и долг частного сектора в 2002 г. составили соответственно 77 и 70% ВВП. Другими словами, совокупный долг экономических

субъектов (в широком смысле) составляет в настоящее время более 200% ВВП (табл. 1.1).

Таблица 1.1.

Долг США (2003 г., % ВВП)

Внутренний гос. долг	65
Долг домашних хозяйств	88
Долг частного сектора	71

Источники: Monthly Statement of the Public debt of the United States, The Bureau of the Public Debt, Forbes Global за соответствующие периоды.

Конечно, мы должны отметить, что умеренная и разумная долговая политика может быть важным инструментом стимулирования экономического роста и осуществления структурных преобразований (мы коснемся этого позднее). Однако если эти мощные рычаги использовать необдуманно и без ограничений, то последствия для экономики могут быть весьма сложными.

Все это сопровождается постоянным ростом дефицита текущего платежного и торгового балансов США, которые к 2004 г. составили более 400 млрд долл. каждый.

В результате страна в большой степени зависит от иностранных держателей американских долговых инструментов и самой валюты. Во - первых, это делает необходимым поддержание уверенности инвесторов в экономическом благополучии страны (в том числе, уверенность в "сильном долларе" и т.д.), чтобы не допустить резкой продажи ими активов, которая может иметь разрушительные последствия для экономики. Так, по оценкам П. Волкера, который возглавлял ФРС США до А. Гринспена, в настоящее время существует 75 %-я вероятность валютного кризиса в США в течение ближайших 5 лет. И этот кризис может быть вызван решением других стран

сократить покупку американских ценных бумаг¹. Во-вторых, важным становится использование механизмов "привязки" доллара к внешним держателям (в виде резервов, кредитов и т.д.).

Учитывая, что фондовый рынок – это та сфера, куда долларовые ресурсы в устремляются первую очередь, его и без того высокая чувствительность к экономической ситуации становится тем более ощутимой, когда на рынок приходят иностранные участники, которые вынуждены учитывать и свои внутренние условия, и регулирующие нормы. Все это может существенно влиять на американский рынок.

В качестве примера напомним ситуацию 1998 – 1999 гг., когда отмечалось постепенное удорожание японской иены относительно доллара со 140 иен за 1 долл. до примерно 100 иен за 1 долл., несмотря на то, что те сложности, с которыми сталкивалась тогда японская экономика (корпоративные и банковские проблемы и т.д.), казалось, должны были привести к обратному результату – еще большему ослаблению иены.

Причина заключалась, в частности, в том, что важнейший иностранный держатель американских активов – Япония – для того чтобы обеспечить приток необходимого для японской экономики объема финансовых ресурсов, приняла более жесткие меры пруденциального характера применительно к иностранным инвестициям своих банков. Были установлены более жесткие нормативы для японских банков по иностранным вложениям (например, соотношение капитал/активы в случае с внутренними операциями составляло 4%, а с иностранными – 8%). Наряду с введением более привлекательных условий “рыночного” характера (введение 10-летних облигаций с более высокой доходностью), а также ряда других мер это обусловило существенный отток ресурсов японских инвесторов с иностранных рынков, и в первую очередь с американского. С ноября 1997 по сентябрь 1998 г. японские банки сократили свои

¹ United States Senate Budget Committee; The Economist. – 2004. - November, 13th. – P. 88.

иностранные активы почти на 400 млрд долл.² Это сразу отразилось на валютном рынке, и иена подорожала на 40 %.

Приток иностранных инвестиций на американский фондовый рынок, естественно, должен был усилиться в период, когда прошла полоса кризисов в России и на рынках развивающихся стран (ЮВА, Латинской Америки).

При этом повысившийся спрос на американские ценные бумаги увеличил рост их котировок и способствовал тому, что их цены стали достигать неоправданно высокого уровня.

Как представляется, к концу 1990-х гг. американские ценные бумаги по целому ряду показателей были переоценены на бóльшую величину, чем в преддверии основных фондовых кризисов (табл.1.2.).

Таблица 1.2

Dow Jones Industrial Average
(соотношение Р/Е для максимальных значений роста
котировок за отдельные периоды)

Август 1929	20,1
Февраль 1966	18,2
Декабрь 1968	16,9
Январь 1973	15,5
Август 1987	20,3
Ноябрь 1999	25,7

Источник: Economist, Wall Street Journal за соответствующие периоды.

При этом в современных условиях в целом резко возросла роль финансовых рынков в экономике, чей объем значительно превышает объемы ВВП (табл.1.3).

² Forbes global business and finance, 25 Jan. 1999. P. 39.

Таблица 1.3

**Соотношение "капитализация фондового
рынка/ВВП" за отдельные предкризисные периоды
(США),%**

1929 г.	70
1972 г.	80
1999 г.	165

Источник: prudentbear.com

С учетом приводимых выше данных о размерах долгового рынка США можно заключить, что общий объем обязательств, которые гипотетически могут быть предъявлены государственным и частным эмитентам со стороны держателей бумаг (акций и долговых инструментов), составляет почти 400% ВВП.

По сути мы имеем дело с несколько парадоксальной ситуацией, когда финансовый рынок, будучи производным, вторичным относительно экономики, на самом деле начинает сам оказывать на нее решающее воздействие. Более того, он в состоянии оказывать даже большее влияние на экономику, чем экономика – на финансовый рынок.

В связи с этим необходимо очень тщательно оценить, каковы механизмы, которые в случае кризисных процессов, способных стимулировать массовый сброс бумаг, позволили бы предотвратить масштабное падение их котировок и финансовый и экономический кризис.

В преддверии 2000 г. ситуация на фондовом рынке США приобрела более специфический характер с учетом ценовых различий акций компаний "старой" и "новой" экономики.

Так, компании "новых технологий" оценивались рынком на порядок выше, чем компании "традиционных" отраслей, и было понятно, что именно раздутые "новые акции" могут лопнуть в первую очередь (что в итоге и произошло).

Подобные перекосы на фондовом рынке заставили многих обсуждать вопросы об объективности тех уровней котировок,

которые на нем складывались, стали в том числе вопросы о том, насколько рынок эффективен (т.е. в состоянии перерабатывать всю имеющуюся информацию, не нарушая своей стабильности, и принимать решения на основе всей имеющейся информации).

Действительно, как уже говорилось, выглядело довольно необычно, что такие уважаемые компании с большой историей, с огромным числом занятых, большим количеством филиалов, как US Steel, оценивались рынком в 200 раз ниже, чем ряд компаний новых отраслей (табл. 1.4).

Таблица 1.4

**Капитализация ряда американских компаний,
апрель 2000 г., млрд долл.**

Microsoft	525
Intel	400
Ford Motor	50
Alcoa	25
US Steel	2

Источник: Forbes Global.

Многим вообще было непонятно, как можно приравнять в цене компании, состоящие из нескольких десятков сотрудников, расположенных в нескольких комнатах и производящих на своих компьютерах "какую-то виртуальную продукцию", к крупным диверсифицированным промышленным предприятиям? Насколько оправданна "экономика" такой оценки? Ведь при всей своей "продвинутости" новые компании все равно опираются на старую экономику (электроснабжение, транспорт и проч.) и от ее возможностей зависит эффективность новых отраслей.

Несколько общих замечаний

Здесь следовало бы указать на часто формирующиеся субъективные психологические оценки и суждения, которые, возникая порой под действием текущей конъюнктуры или специфики какого-то момента, затем, подогреваясь правильной PR-кампанией, закрепляются на рынке и начинают занимать его весомый сегмент, опирающийся на некую "объективную" информацию. На таких подходах основываются и механизмы манипулирования рынком, да и вообще любая агрессивная рекламная и иная политика по захвату рынка. Здесь в общем нет ничего необычного, и важно только представлять, в какой мере те или иные процессы имеют под собой объективные основания. В целом если сделка заключается при обоюдном согласии сторон, в "здравом рассудке" и без принуждения, то это (за исключением случаев подтасовки данных, сокрытия дефектов и других недобросовестных действий) фактически означает, что обе стороны считают информацию объективной и заинтересованы в сделке, основанной на такой информации.

При этом, однако, об экономически обоснованной, объективной стороне сделки часто речь идти не может. Все помнят исторические "казусы" обмена земель, составляющих в настоящее время остров Манхэттен в Нью-Йорке, на бусы и "огненную воду" между индейцами и европейскими мореплавателями. При этом обмен, эквивалентность которого даже по тем временам была искажена во многие миллионы раз, состоялся без всякого принуждения.

В нынешних условиях, до тех пор пока рынок развивается в некризисном режиме, перекосы могут сохраняться или даже еще больше усугубляться довольно долго. Однако любое серьезное обострение ситуации сразу приводит к коррекции, когда не только начинают снижаться цены, но и восстанавливаются некие ценовые соотношения между различными видами продукции в

соответствии с той "полезностью", которую она (продукция), по мнению рынка, представляет в новых условиях.

Поскольку в условиях кризисов менталитет участников рынка, как правило, тоже кризисный, то на первый план в большей мере выходят соображения обеспечения жизнедеятельности людей и общества в целом, причем, чем глубже кризис, тем ярче эти особенности проявляются. В такой "шкале ценностей" сахар, спички и хлеб обмениваются на ювелирные изделия и картины известных художников.

В условиях "новой" экономики потребители при кризисе также скорее откажутся от покупки очередной компьютерной игры последнего поколения, чем от угля или газа, которые отапливают их дом. Кризисные предпочтения лишний раз проявились в 2003 г., когда отключения электричества в Нью-Йорке сразу привели к массовым закупкам продуктов и лекарств в магазинах города.

Естественно, столь драматические события являются чрезвычайными и экстраординарными, а потому могут рассматриваться лишь как некий экстремум, в сторону которого может эволюционировать ситуация в случае углубления кризисов (экономических, политических, экологических и др.).

Однако в условиях нарастающей нестабильности в мире вопросы поддержания жизнеобеспечения в рамках существующих систем (государств), очевидно, будут становиться все более актуальными.

При этом в некризисные периоды максимально используются информационные и иные механизмы, чтобы обеспечить обмен на принципах "условной", искусственно формируемой эквивалентности, где бренды часто играют большую роль, чем сама вещь, и где после правильной рекламной кампании раскрученный и слегка усовершенствованный продукт может существенно подскочить в цене, не меняя своих свойств.

Все это поддерживается и соответствующими экономическими рычагами, где соотношения валютных курсов

могут, например, еще больше исказить корректность обмена или инвестиций. И именно поэтому на этапе глобальной экспансии доллара, основанной на вхождении в экономическое пространство других стран, ставка делалась на более дорогой (переоцененный) доллар, позволявший с меньшими затратами поставить под контроль активы других государств, одновременно делая свой ВВП и свою экономику более дорогими для внешних покупателей (позже мы будем говорить об этом более подробно).

Укажем также, что хотя в рамках данного исследования мы не ставим перед собой задачу анализа вопросов экономической устойчивости в условиях глобальных кризисов, в будущем представлялось бы интересным оценить. Насколько уменьшатся ВВП основных стран, во-первых, скорректированные с учетом искусственно завышенных ценовых параметров ряда компонентов, а во-вторых, с поправкой на саму структуру производимых товаров и услуг, где системные, стратегические и иные факторы, формирующие необходимые корзины жизнеобеспечения занимают более реальное место относительно "виртуальных" компонентов.

* * *

Вернемся, однако, к рассмотрению ситуации в американской экономике.

С учетом ее места в мире, роли фондового рынка и акции новой экономики речь идет о довольно настораживающей взаимосвязи: мировая экономика в большой степени зависит от состояния американской экономики, та в свою очередь зависит от американского фондового рынка, а этот рынок в значительной степени определяется котировками 10-15 компаний, большинство из которых – компании новой экономики, место которых – на рынке представляется многим небесспорным.

Поскольку положение валюты связано с ситуацией в финансах (привлекательность акций усиливает спрос на валюту и наоборот), то и к доллару начинают относиться более осторожно.

В целом, при этом очевидно, что "перегрев" американского фондового рынка должен был вызвать и "перегрев" валютного курса. Мы указывали ранее, что, по оценкам крупных международных банков, на период, предшествовавший началу коррекции фондового рынка США, курс доллара был переоценен на 25% относительно иены и на 15% относительно марки. С введением евро и возникновением очагов политической нестабильности в Европе доллар также некоторое время укреплялся, что привело к неоправданно завышенному, переоцененному курсу американской валюты.

Поэтому когда на фондовом рынке началось падение, а процентные ставки сохранялись долгое время на крайне низком уровне, курс доллара, естественно, начал снижение. Этого следовало ожидать, учитывая, что процентные ставки в США были, во-первых, ниже, чем в ряде других государств, а во-вторых, в принципе достигли крайне низкого по историческим меркам США уровня в 1% (самая низкая ставка за последние 45 лет). С одной стороны, это расширяло инвестиционные возможности для экономики, делая финансовые ресурсы более доступными, с другой, доходность долларовых депозитов начала снижаться и инвесторы начали перестраивать свои портфели, уходя в другие валюты, что естественно вызвало снижение курса доллара к ряду ведущих валют.

В том числе начала происходить коррекция курса рубля к доллару, когда и номинальный, и реальный курсы рубля стали постепенно дорожать, что в результате привело к уменьшению недооценки рубля к доллару и заложило предпосылки для постепенной дедолларизации³ российской экономики.

Указанные тенденции нужно рассматривать не только в текущем, конъюнктурном плане. Следует принимать во внимание

³ О чем нами также ранее делались прогнозы. См.: *Ершов М.В.* Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000. С. 267-269, 272-283. Подробнее об этом мы будем говорить ниже.

и ряд важных системных особенностей, которые сложились в мировой экономике за последние годы.

Во-первых, во все большей мере начинает проявляться роль евро как полномасштабного участника мировой валютной системы. Нами указывалось ранее, что введение евро очевидно приведет к осложнению позиций доллара⁴.

Те операции мировой экономики, которые могли обслуживаться долларами, удерживая их от перетока в другие сектора, теперь в ряде случаев начинают опираться на европейскую валюту. Это касается и значительной части внутризональной торговли, и появления новых финансовых инструментов (облигаций и др.), номинированных в евро, и изменений в структуре золотовалютных резервов центральных банков, и перестройки кредитных портфелей, увеличивающих операции в единой валюте.

Во-вторых, полоса кризисов, происшедших в конце 1990-х гг. и затронувших ряд стран Латинской Америки, ЮВА, Восточной Европы, привела к росту вложений в долларовые активы (в первую очередь в государственные ценные бумаги США) считающиеся относительно безопасным размещением средств. Это в принципе начало создавать проблемы для американского рынка с точки зрения эффективного "абсорбирования", т.е. такого приема и размещения этих ресурсов, которое не вызывало бы при этом "перегрева" и дестабилизации экономики в целом. С этим отчасти связаны и рост котировок американского фондового рынка, и удорожание доллара, которые в какой-то мере смягчили эффект от указанного притока средств.

Следует в принципе указать, что, когда объемы международного использования американской валюты значительно превышают объем американского ВВП и в ряде случаев поддерживаются операциями третьих стран на

⁴ См. Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). – М.: Экономика, 2000. – С. 29.

неамериканских рынках, американские экономические власти должны быть готовы к неожиданному появлению "лишних" долларов (которые были, например, вытеснены европейской валютой) и иметь механизмы, во-первых, "включающие" такие доллары в обеспечение функционирования экономики и, во-вторых, позволяющие при необходимости снять излишнюю ликвидность с рынка, не создавая паники и не допуская обвальных падений валютного курса и котировок бумаг.

Именно поэтому центральные банки стремятся поддерживать адекватное соотношение между величиной денежной базы (которая отражает размер эмиссии и до уровня которой может сократиться денежная масса при выходе из национальной валюты) и золотовалютными резервами, которые могут такую панику погасить.

В этой связи с этим следует напомнить события начала 1970-х гг., связанные с крахом Бреттон-Вудской системы. Существовавшие до 1971 г. механизмы предполагали, в частности, обеспечение долларовой массы соответствующими золотыми резервами, а также обмен долларов на золото⁵.

Когда ряд стран, в первую очередь Франция и Великобритания, решили воспользоваться этим правом и предъявили свои долларовые авуары для обмена на золото, то их требования удовлетворены не были, поскольку более 70% долларов уже не имело золотого обеспечения. Другими словами, все, кто когда-то обменял свое золото на доллары, а потом захотел получить его обратно, сделать этого по ранее договоренной цене уже не мог.

Попытки американской стороны убедить европейцев в том, что доллары "более удобны для хранения и использования, чем золото", не изменили намерений получить золото. Более того,

⁵ Это в свою очередь уходило корнями в историю появления бумажных денег, которые исторически возникали как расписки в получении золота, которое всегда можно было по первому требованию получить обратно. При этом естественно суммы, на которые были выданы расписки, должны были соответствовать стоимости золота

ситуация приобрела некий трагикомичный оттенок: когда европейцы, не имея других возможностей для обмена, обещали прислать долларовые банкноты в США специальным авиарейсом, то в ответ им было сказано, что в таком случае их самолет будет сбит⁶.

И в этой же связи интересен еще один вопрос. Любая страна, не выполнившая своих обязательств, должна каким-то образом в последствии свои долги гасить. Это практикуется не только применительно к современной ситуации (Лондонский клуб, Парижский клуб и т.д.), но и к обязательствам начала века. Примером могут служить современные попытки разрешения споров по российским долгам, возникшим до 1917 г. Поэтому вполне оправданно было бы оценить размер потерь всех стран, которые имели доллары к 1971 г. и рассмотреть вопрос о механизмах возможной компенсации. То же самое могло бы касаться и частных долларовых вкладчиков, которые в результате столкнулись с невыполненными обязательствами по валюте.

Возвращаясь к чисто экономическому рассмотрению проблемы, укажем, что, по сути, мировая экономика (да и все отдельные держатели долларов) столкнулись, наверное, с самым большим дефолтом за всю историю - затронувшим всю денежную систему самого крупного государства мира. В результате Бреттон-вудская система и золотодевизный стандарт, на котором она основывалась, прекратили свое существование.

Если посмотреть, насколько доллар был обеспечен резервами тот период, то мы действительно увидим, что даже при пересчете золота по рыночной цене (а не по более низкой официальной цене в 42 долл. за тройскую унцию, по которой золото учитывалось в резервах), то денежная база американского доллара покрывалась резервами менее чем на 15%.

При этом также нужно чисто гипотетически иметь в виду, что помимо уже эмитированных долларов их размер может

⁶ Симония Н.А. Эволюция самовыживания// Деловые люди. – 2002. - № 139. – С. 28-33.

возрасти на величину американского государственного долга. Обычно в периоды кризисов инвесторы предпочитают денежные ресурсы, как наименее рискованные виды вложений всем остальным инструментам. Поэтому в случае такого кризисного сценария при погашении гос. долга, его держатели не будут реинвестировать свои средства в новые виды бумаг, а постепенно монетизируют (т.е. превратят в наличность) весь долг. В случае подключения ФРС к погашению долга (а это неизбежно), на эту величину возрастет и денежная база. Вероятность наступления такого сценария в полном масштабе, по-видимому, невысока, но напомним, что никто не ожидал и "бегства от доллара" в 1971 г., когда международные банки резко уменьшили позиции в долларах, а те, кто вовремя не успел выйти из американской валюты, столкнулись с серьезными трудностями. Никто не ожидал тогда (а также в период 1929-1933 гг.) и огромных очередей частных вкладчиков в американские банки, которые, естественно не могли возвращать требуемые у них вклады и были вынуждены объявлять "банковские каникулы".

Любой финансовый кризис, особенно современный, имеет такую особенность, что в принципе его могут многие ожидать, но практически никто не может точно сказать, когда и в каких масштабах он разразится. В табл. 1.5 нами рассматривается, каково будет обеспечение доллара с учетом возможного роста денежной базы на величину американского государственного долга (соотношение международной ликвидности и "расширенного долларового навеса").

Таблица 1.5

**Денежная база и золотовалютные резервы США,
(1970 –1971; 1995 - 2003 гг.)**

	1970	1971	1995	2000	2003
Соотношение международной ликвидности* и денежной базы**	0,15	0,14	0,39	0,21	0,23
Соотношение международной ликвидности и "расширенного долларового навеса"***	0,033	0,033	0,032	0,020	0,021

*Включает валютные резервы, резервную позицию МВФ, СДР, официальные золотые резервы США. Стоимость золота рассчитана по рыночной цене.

**Включает валюту в обращении (без учета валюты в хранилищах денежных властей), а также резервные средства коммерческих банков на счетах в федеральных резервных банках.

***Включает денежную базу, долг денежных властей, уменьшенный на величину казначейских обязательств, находящихся на балансе Федеральной резервной системы.

Рассчитано по: International Monetary Fund Statistics за соответствующие периоды.

Мы видим, что по этому показателю американская валюта была обеспечена резервами менее чем на 5%.

Хорошо известно, что подобный перекоп возник вследствие как объективных экономических причин, так и субъективных, психологических факторов. Как уже говорилось, кредитная экспансия доллара, которая отмечалась в послевоенный период, была обусловлена силой американской экономики, ослаблением войной европейских государств, большими возможностями по использованию американской валюты и возникшими на этой основе позитивными ожиданиями относительно места доллара в мире как ключевой валюты и т.д. В условиях стабильности такого рода ожидания переходят в некий автономный самоподпитывающийся режим, при котором в системном, долгосрочном плане спрос на доллары формируется без жесткой связи с процессами, протекающими в реальной экономике. Однако формирующиеся при этом “инфляционные подушки”

могут очень быстро проявиться в периоды кризисов, вызвать недоверие к валюте, спровоцировать ее сброс (для этого часто нужен лишь один толчок, особенно если ликвидные ресурсы, на которые может опираться валюта, недостаточны для снятия напряжения на рынке).

В результате накопившийся разрыв между долларовой базой и золотовалютными резервами, имевшимися у денежных властей, делал невозможным выполнение взятых этими органами обязательств по обмену долларов на золото по оговоренным ранее ценовым и курсовым соотношениям (что, по сути, и означало дефолт американских органов денежно-кредитного регулирования, а косвенно - дефолт других основных промышленно развитых стран).

Попытка решения возникшей тогда проблемы — через отказ от золотодевизного стандарта, пересмотр курсовых соотношений и т.д. — имела первоочередной целью недопущение коллапса мировой валютной системы. При этом, по сути, закладывались иные критерии при оценке надежности валют: центр тяжести при таких оценках перемещался с вопроса о соответствии денежной базы и золотовалютных резервов (поскольку обнаружилось полное отсутствие такого соответствия и невозможность его восстановления) на вопрос о возможности и готовности использования валюты для обслуживания тех или иных экономических операций. Второе, однако, означало, что государство, по сути, устранилось от выполнения каких-либо обязательств по выпущенным денежным знакам, и лишь от “доброй воли” экономических агентов, т.е. их желания принимать доллары для осуществления своих операций зависело теперь место американской (или любой другой) валюты.

При некризисном развитии инерционность и традиционность существующих расчетных механизмов позволяет валютам сохранять свое место в мировой валютной системе. В условиях же кризиса, как уже говорилось выше, могут произойти серьезные коррективы существующего статус-кво, тем более что

экономические агенты при недоверии к валюте всегда вправе переключиться на использование других валют. И те активы или операции с ними, которые генерировали спрос на доллары и поддерживали тем самым американскую валюту, могут выступить в такой же роли по отношению к другим валютам.

Примером подобного поведения могут быть уже упоминавшиеся действия участников рынка по более активной покупке инструментов, выраженных в евро, или по продаже своих долларовых средств японскими инвесторами.

Именно поэтому крайне важно оценивать позицию валют не только с точки зрения факторов, лежащих на поверхности (при всей их важности) - доле валют в международных резервах, расчетах и т.д., но и с точки зрения устойчивости таких валют к кризисным потрясениям, где большое значение имеют показатели, характеризующие финансовое положение экономики и денежных властей (Минфина и ЦБ) страны- эмитента валюты.

В 1990-е гг., несмотря на существенное повышение цены золота по сравнению с 1970-ми гг., разрыв между денежной базой и ликвидностью сохраняется на прежнем уровне (хотя эта проблема теперь не лежит на поверхности и более не является центральной).

Таблица 1.6

**Соотношение денежной базы и золотовалютных резервов
промышленно развитых стран мира (1995-2003 гг.)**

	1995	2000	2001	2002	2003
Великобритания					
Соотношение международной ликвидности* и денежной базы**	1,12	0,99	0,91	0,80	0,91
Соотношение международной ликвидности и "расширенного долларového навеса"***	0,09	0,05	0,04	0,04	0,04

Швейцария					
Соотношение международной ликвидности* и денежной базы**	2,05	1,98	1,68	2,31	2,43
Соотношение международной ликвидности и "расширенного долларового навеса"***	0,65	0,45	0,37	0,42	0,40
Япония					
Соотношение международной ликвидности* и денежной базы**	0,37	0,57	0,51	0,58	0,71
Соотношение международной ликвидности и "расширенного долларового навеса"***	0,05	0,06	0,06	0,07	0,08
Канада					
Соотношение международной ликвидности* и денежной базы**	0,51	0,76	0,76	-	1,10
Соотношение международной ликвидности и "расширенного	0,03	0,07	0,07	-	0,07

*Включает валютные резервы, резервную позицию МВФ, СДР, официальные золотые резервы. Стоимость золота рассчитана по рыночной цене.

**Включает валюту в обращении (без учета валюты в хранилищах денежных властей), а также резервные средства коммерческих банков на счетах в центральных банках.

***Включает денежную базу, долг денежных властей с поправкой на величину международных активов и обязательств денежных властей.

Рассчитано по: International Monetary Fund Statistics за соответствующие периоды.

Как следует из таблицы, многие из ведущих валют имеют довольно посредственное золотовалютное обеспечение, которое тем более ухудшается при рассмотрении фактора государственного долга. Более устойчивые позиции занимают швейцарский франк (который всегда выступал в качестве "валюты-убежища" в кризисные периоды). И даже у таких валют, как английский фунт стерлингов, денежная база обеспечена золотовалютными резервами, находящимися в Банке Англии, на

90 %, то с учетом гос. долга это обеспечение составит меньше 5 %.

В целом, хотелось бы подчеркнуть, что приведенные данные показывают, что современная валютная и финансовая системы, основанные на долларе и на долларовых инструментах, содержит в себе серьезный кризисный потенциал.

Именно по аналогии с Бреттон-Вудсом, о чем мы не раз ранее говорили, теперь указывают многие международные эксперты: "Отмечается много параллелей сегодняшней ситуации с коллапсом доллара в 1970-х гг., когда рухнула система Бреттон-Вудса"⁷.

О прогнозах:

М. Ершов (2000 г.): "Перспективы американского доллара и как следствие всей мировой валютной системы в целом выглядят в настоящее время весьма проблематично".

(Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире(кризисный опыт конца 90-х). – М.: Экономика, 2000.)

П. Волкер* (2003 г.): "Существует 75%-я вероятность валютного кризиса в США в течение ближайших 5 лет".

* предшественник А.Гринспэна на посту
председательства ФРС
(The Economist. – 2004. – November, 13th. – P. 88)

Все внутренние и внешние перекосы и риски естественно отражаются на мировой валютной системе, которая в нынешних условиях размытости экономических границ, позволяющих кризисам перекидываться между странами, делает валютные кризисы регулярным явлением (см. табл.1.7).

⁷ The Economist. – 2004. – November, 13th. – P. 88.

Таблица 1.7

Количество валютных кризисов в ряде стран

Аргентина	6	Пакистан	5
Бразилия	3	Парагвай	3
Великобритания	2	Перу	4
Венесуэла	4	США	1
Греция	2	Таиланд	2
Индия	2	Турция	4
Индонезия	4	Уругвай	3
Испания	3	Филиппины	5
Италия	2	Финляндия	3
Корея	3	Франция	1
Малайзия	2	Эквадор	5
Мексика	6	Южная Африка	7

Источник: Материалы World Bank, NBER за соответствующие периоды.

Появление серьезных альтернатив в валютной сфере в условиях, когда место и роль валюты определяются субъективными настроениями рынка, желанием или нежеланием операторов рынка работать с валютой; отсутствие необходимых официальных активов у денежных властей, которые могли бы защитить доллар в случае его кризисного падения, вызванного наступлением других валют или недоверием частных экономических агентов, — все эти факторы обуславливают шаткость положения доллара. Неадекватный контроль за ростом долларовой кредитной экспансии при общей нестабильности финансового рынка лишь усиливает неопределенность относительно перспектив американской валюты.

В таких условиях вполне логично выглядят попытки американских денежных властей расширить ту основу, на которую может опираться доллар и замкнуть часть долларовой массы либо за пределами американской экономики (в буквальном смысле), либо обеспечивая “непоступление” долларов в

американский деловой оборот. Именно поэтому активно поддерживается и пропагандируется введение “валютного правления” (“currency board”) или иных форм привязки к доллару в развивающихся или кризисных экономиках (аналогично решаются проблемы и для других основных валют, т.е. путем привязки к ним валют развивающихся стран).

ГЛАВА 2

МЕХАНИЗМЫ ВАЛЮТНОЙ ЭКСПАНСИИ

В конце 1990-х – начале 2000-х гг. в Конгрессе США в течение ряда лет рассматривался "Закон о международной валютной стабильности" – "International Monetary Stability Act".

В Законе, в частности, говорилось: "Начиная с периода финансовых кризисов в Азии второй половины 1990-х гг. отмечается растущий международный интерес к официальной долларизации, при которой соответствующие страны в значительной мере или полностью откажутся от своей национальной валюты и примут доллар США как официальное платежное средство.

–Такие страны должны отказаться от эмиссионных механизмов, **которые являются серьезным барьером для официальной долларизации** – (выделено нами. - М.Е.)...

– При этом эмиссионный доход для Соединенных Штатов возрастет".

(закон H.R. 3493)

Заинтересованность в реализации Закона была столь высока, что его авторы были готовы на серьезные стимулы для тех, стран, которые откажутся от своей национальной валюты и национальной финансовой политики. Страны, которые вместо своей национальной валюты будут использовать американский доллар, могут трактовать эту долларовую денежную массу, которую они приняли во внутренний оборот, как **кредит американскому правительству**. И, более того, американское правительство, согласно проекту этого закона, должно было рассмотреть соответствующие механизмы определённых финансовых компенсаций этим странам за предоставленный долларовый кредит (по предлагаемой формуле расчетов размера платежей).

По ряду причин, принятие указанного закона было отложено, однако те подходы, которые там сформулированы в том или ином виде все равно широко используются на практике.

Естественно, что в тех 30 с лишним странах, где доллар используется как национальная валюта, их экономическое пространство фактически превращается в часть долларového пространства и они, по мнению экономических экспертов, по сути, становятся, "очередными штатами" США (см. табл.2.1).

Таблица 2.1

**Некоторые страны и территории, использующие иностранную валюту
как официальное платежное средство во внутреннем обороте**

Андорра	Ниуэ
Кокосовые острова (острова Килинг)	Остров Норфолк
О-ва Кука	Северные Марианские острова
Северный Кипр	Палау
Восточный Тимор	Панама
Гренландия	Остров Питкэрн
Гуам	Пуэрто-Рико
Кирибати	Остров Святой Елены
Косово	О-ва Самоа, Америка
Либерия	Микронезия
Лихтенштейн	Сан-Марино
Маршалловы острова	Токелау
Мартиника	Кирибати

Тонга	Люксембург
Монако	Острова Теркс и Кайкос
Черногория	Тувалу
Науру	Ватикан
Французская Гвиана	О-в Гваделупа
Виргинские о-ва, Британия	Виргинские о-ва, США

Источник: Forbes Global, 2000, February 21; Strict Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation. //NBER Working Papers. July, 2003.

Очевидно, что помимо расширения американского экономического влияния в мире, данные шаги должны усилить и роль доллара - как мировой валюты и как одного из главных звеньев такой глобальной стратегии.

Активно поддерживается более мягкая форма долларизации, где доллар используется в качестве "полуофициального" платежного средства, а также в качестве сбережений. Отметим, что в данном случае такие тенденции в первую очередь обусловлены обоснованной и нацеленной на достижение определенных внутренних и внешних целей валютной политикой американских денежных властей, а также возможностями самой американской экономики, которые делают их валюту достаточно привлекательной.

Однако часто это сопровождается и неверной политикой долларизируемой страны, которая фактически начинает поддерживать доллар и дает рынку сигналы о том, что национальная валюта не только завязана на доллар, но и в целом постепенно дешевеет по отношению к американской валюте.

Такие тенденции на "инфраструктурном" уровне могут поддерживаться нормативными правилами, допускающими выдачу кредитов на территории страны в иностранной валюте,

как для физических, так и (что особенно важно) для юридических лиц, а также осуществление депозитов.

Долларизация в России: некоторые аспекты

Валютный рынок в России начал складываться по мере развития механизмов валютной торговли. На первых этапах такая торговля осуществлялась через валютные аукционы, которые стали проводиться в Москве с ноября 1989 г.

В целях стимулирования процессов формирования валютного рынка была введена практика, предполагавшая сохранения за предприятиями части валютной выручки – что заложило основу для формирования валютных депозитов юридических лиц. Такая мера выглядела довольно спорно (особенно в условиях некоторой валютной неопределенности, которая всегда свойственна периоду реформ), поскольку, по сути, допускала иностранную валюту на финансовую и экономическую территорию рубля.

Учитывая, что национальная валюта – это важнейший атрибут экономической политики, даже гораздо более устойчивые финансовые системы основывались исключительно на использовании национальной валюты в национальном обороте. Более того, в ряде стран законодательно запрещалось хранение финансовых ресурсов в иностранных валютах как для юридических, так и для физических лиц, т.е. возможности для "долларизации" закрывались уже на этапе формирования валютных авуаров⁸. Тем более было запрещено использовать иностранной валюты для обслуживания внутриэкономических операций.

⁸ В Великобритании до конца 1970-х гг. все юридические и физические лица имели счета во "внутренних фунтах" и во "внешних фунтах" (если источник их происхождения был от продажи иностранной валюты). При этом вся валюта подлежала обязательной продаже. Аналогично, еще и в 1980-е гг. схожие формы валютных ограничений, поддерживающие национальную валюту, применялись в большинстве развитых стран.

Негативную роль сыграло принятое чуть позже постановление Совмина СССР "О совершенствовании розничной торговли и оказании услуг на иностранную валюту на территории СССР". Этот документ не просто вносил некоторые коррективы в существующие правила операций с валютой. Он задавал тон валютной политике, констатируя, что последняя теперь предполагала широкое использование иностранной валюты во внутренних расчетах.

В постановлении рассматривалась главным образом система организации на территории СССР специализированной торговли товарами и услугами на валюту. Но то, что присутствовало и раньше в "точечном виде" в магазинах "Березка" теперь приобретало широкий системный подход. Указывалось, что советские предприятия, объединения и организации, совместные предприятия и республиканские торговые дома могут осуществлять такие операции, оказывать услуги иностранным и советским гражданам, советским предприятиям. Продажа товаров и услуг внутри СССР на валюту приравнивалась к экспортным операциям.

В своей книге "Валюты в мировой торговле", вышедшей еще в 1992 г. при рассмотрении данных мер мною делался вывод о том, что, по сути "речь шла о курсе на долларизацию советской экономики. При этом имеет место формирование параллельной денежной массы, циркулирующей не во всей экономике, а лишь в определенной ее части"⁹. В книге далее указывалось, что "в условиях расстройств рынка и денежного обращения введение валюты в оборот могло привести к ускорению бегства от рубля, возрастанию недоверия к советским деньгам, к сужению сферы их использования"¹⁰. Все это, как показали последующие события, и произошло.

Свою роль в формировании "режима наибольшего благоприятствования" для доллара сыграли и механизмы

⁹ Ершов М.В. Валюты в мировой торговле. – М.: Наука, 1992. – С. 137-138.

¹⁰ Там же. С. 138.

курсообразования на валютных аукционах, которые затем были положены в основу определения официального курса рубля.

О курсообразовании

На валютных аукционах при формировании курса за основу в качестве ориентиров были взяты курсовые и ценовые соотношения по очень узкой корзине товаров потребительского импорта. Действительно, тот курс, который сложился на первых аукционах – 15-20 рублей за 1 долл., мог отражать ценовые соотношения по престижным тогда джинсам, кассетам и т.п. Но в общеэкономическом плане соотношения были прямо противоположными.

Те же коммунальные платежи, транспортные расходы (метро - 5 коп.), или стоимость продуктов в десятки, а то и сотни раз (как в случае со стоимостью жилья) были у нас более дешевыми. Что особенно важно с учетом той доли в потребительской корзине, которую каждый из этих компонентов играет. Модные джинсы покупаются раз в год или реже, тогда как расходы на метро или электричество осуществляются постоянно¹¹.

Фундаментальная недооценка сложившегося тогда курса рубля была затем закреплена. Этот курс стали использовать не только для внешнеторговых, но и для капитальных операций, прежде всего при продаже промышленных активов, которые в свою очередь в конце 1980-х гг. были и до конца 1990-х годов оставались также существенно недооцененными.

Исходя из уровня, на котором поддерживался курс рубля к доллару на первых этапах формирования валютного рынка, мы увидим огромную недооценку рубля (см. табл. 2.2).

Это была мощнейшая питательная среда для долларизации, когда для держателей долларов сам рубль и все рублевые активы оказывались фундаментально недооцененными. Естественно,

¹¹ Более подробно анализ курсовых соотношений на основе ППС - "паритета покупательной силы" см.: Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). – М., 2000. - С. 205-273.

такая огромная "эффективность" делала доллар крайне привлекательным.

Таблица 2.2

Уровень недооценки рубля к доллару США (в размах)*

Год	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Отношение курс/ППС	38,2	50,2	13,0	4,5	2,5	1,8	1,4

Год	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Отношение курс/ППС	1,5	2,9	2,6	2,7	3,9	3,5	2,9	2,5

* С учетом корзины ВВП (по показателям внутреннего использования).
Рассчитано по: материалам ММВБ, Госкомстата и ИМЭМО за соответствующие периоды.

Рынок стал далее воспринимать этот уровень как некий отправной ориентир курсовой политики - тем более что в официальных заявлениях денежных властей целесообразность недооценки рубля никогда не ставилась под сомнение. В начале 2000-х гг. недооценка рубля к доллару по структуре экспорта сохраняется в диапазоне не менее 30-40%, по структуре ВВП – около 3 раз. По некоторым видам капитальных операций (в частности, ценам некоторых акций) - недооценка достигает нескольких десятков раз. И доводы, что таковы "объективные условия", представляются неубедительными. Как подчеркивали некоторые крупные международные инвесторы, "существующие цены на российские акции во много раз перекрывают все риски, связанные с экономическими и социальными проблемами России"¹². Неудивительно, что, несмотря на все разговоры о рисках, неустойчивости и т.п., доля иностранных акционеров, в

¹² International Fund Investment. 1999. № 4. P. 17

большинстве ведущих российских компаниях неуклонно возрастает.

При столь деформированных курсовых соотношениях психологически формируется и искаженный оценочный фундамент, характеризующий будущее отношение к валюте. А как уже подчеркивалось, в валютно-финансовой сфере психологические факторы крайне инерционны. И действительно, на более поздних этапах наш валютный рынок стал жить, фактически собственной жизнью, по сути, оторванной от экономики.

Какие бы события в мире ни происходили, соотношение рубль – доллар существовало как некая "вещь в себе". Даже при оценке курсовых изменений у нас их сравнивают с динамикой внутренних цен. Но при курсовом анализе должны учитываться не только внутренние цены, но и цены той страны, с чьей валютой мы проводим сравнение. Кроме того, за отправную точку в таком анализе нужно брать некие объективные стартовые показатели, своего рода "курс равновесия", а не курс с заложенной в него колоссальной недооценкой.

В определенном смысле речь идет о несколько модифицированном варианте так называемого "валютного правления": рублевые ресурсы в экономике прирастают только в результате валютных поступлений, а курс рубля весьма прочно завязан на доллар. События в Аргентине, где в начале 21 века была предпринята безуспешная попытка "валютного правления", показывают, насколько дестабилизирующими могут оказаться подобные механизмы.

Не добавляет сбалансированности и механизм установления курса рубля к другим основным валютам через "кросс-курс" с долларом. В зависимости от того, каков, например, курс доллара к иене или евро на мировом рынке, устанавливается курс рубль/иена или рубль/евро. Но тогда может возникнуть ситуация, при которой какие-то события в американской экономике повлекут, к примеру, падение курса доллара к евро, и

одновременно к евро упадет и курс рубля. Хотя за этим не стоят объективные экономические причины. Именно это и произошло, например, в июне 2002 г., когда падение доллара к евро автоматически вызвало и падение рубля к евро.

Таким образом, еще раз подчеркнем, что обменный курс рубля к другим валютам определяется через доллар (правда, в 2004 г. стали прорабатываться механизмы курсообразования на основе корзины, состоящей из доллара и евро). В свою очередь на соотношение рубль/доллар не влияют ни различия в процентных ставках между рублем и долларом (несмотря на то, что именно дифференциал, разница процентных ставок в России и США, а не ставки или цены сами по себе как это у нас часто рассматривают, является базовым алгоритмом формирования валютного курса), ни экономические ожидания.

Ситуация начала 2000-х гг. была тому наглядным подтверждением. С одной стороны, в США падали темпы прироста ВВП; постоянно снижались процентные ставки; экономические и политические ожидания там были не столь радужны как прежде. С другой стороны, в России продолжался экономический рост, процентные ставки не снижались, наблюдался приток валюты на внутренний денежный рынок.

Теоретически, каждый из этих факторов (даже по отдельности) должен был бы способствовать снижению курса доллара по отношению к рублю. Тем не менее, номинальный курс доллара в России, продолжал расти (даже когда доллар падал к основным валютам – как было летом 2002 г.), а рост официальных валютных резервов означало, что нашими денежными властями фактически осуществлялись интервенции в поддержку доллара. Получается, что рынку давался недвусмысленный сигнал: какой бы ни была экономическая ситуация в мире, и каковы бы ни были спрос и предложение на международном валютном рынке, есть некие иные соображения, определяющие курс рубль/доллар. Конечно, при существующих подходах, когда внешняя сфера, по сути, выставляется как единственный источник притока

дополнительных ресурсов в экономику, обесценение валюты должно по идее стимулировать экспорт и эту задачу отчасти решать. Однако даже эта узкая трактовка целей достигается весьма условно. При этом создается целый ряд проблем, которые крайне нежелательны и для самих экспортеров, и для экономики в целом (об это мы будем говорить более подробно в последующих главах).

На определенном этапе рост валютных резервов в принципе целесообразен, так как увеличивает запас прочности финансовой системы. Однако при этом, во-первых, практически не использовались важнейшие внутренние рычаги управления ликвидностью (в первую очередь - механизмы рефинансирования), которые прежде всего обеспечивают возможности финансирования для отраслей, не связанных с экспортом. Во-вторых, рынок понимал, что в намерения денежных властей входит сохранение тенденции к обесценению рубля. Одновременно поддерживалась недооценка рубля относительно доллара. Все сказанное естественно уменьшало интерес участников рынка к инвестициям в рублевые инструменты (как обесценивающимся активам) и способствовало сохранению долларизации экономики.

Росту долларизации способствовало и конкретное использование рычагов регулирования, ставящих доллар в более привилегированное положение по сравнению с рублем в нормативном плане. А как мы знаем, суть многих процессов складывается из деталей, а потому они заслуживают пристального внимания (мы помним приводимый выше пример с Японией – о более жестких нормативах по иностранным операциям для японских банков).

Так, в течение ряда лет (1995-1996 гг.) в российской банковской системе к депозитам в рублях применялись более высокие нормы резервирования (в разные годы от 10 до 22%), чем по депозитам в валюте (составлявшими 1,25-2,5 % (см. табл. 2.3).

И лишь позднее различия выровнялись - к февралю 1998 г. была установлена единая ставка – 11%.

Таблица 2.3

**Нормы обязательных резервов, установленные ЦБ РФ,
за ряд лет, %**

	по рублям	по валюте
Февраль 1995 г.	10–22	2
Май 1995 г.	10–20	1,5
Май 1996 г.	10–18	1,25
Июнь 1996 г.	12–20	2,5
Август 1996 г.	10–18	5

Источник: материалы ЦБ.

Очевидно, что это делало операции с валютой более привлекательными и менее затратными, что стимулировало более интенсивное привлечение ресурсов из-за рубежа. Укажем, кстати, что в ЕС в целях стимулирования работы с национальной валютой применяется прямо обратный подход - по всем ресурсам, привлеченным от нерезидентов, применяются максимальные нормы резервирования, тогда как по ряду внутренних операций резервы могут не начисляться вообще.

Этому же способствовало и то обстоятельство, что на международных рынках ресурсы были более доступны и менее дорогими, в силу активного использования национальными экономическими властями механизмов рефинансирования и ставок рефинансирования, которые позволяли адекватно удовлетворять денежный спрос экономики.

Укажем, что имели место и другие примеры использования различных нормативов, которые в той или иной мере делали привлечение ресурсов с внешних рынков экономически более оправданным. Учитывая, что нормативы фактически влияли на реальную экономическую эффективность осуществления рублевых и валютных операций, очевидно, что подобные подходы лишали возможность формировать устойчивую рублевую среду и

стимулировать операции в национальной валюте. На этапе становления рынка это было бы крайне важным.

Таким образом, прямо или косвенно на начальных и более поздних этапах формирования национального валютного рынка доллару был фактически создан "режим наибольшего благоприятствования". Это выразилось и в разрешении в отдельные моменты использования американской валюты параллельно с рублем, и в более выигрышном уровне применяемых нормативов (нормы резервирования), и в принципах, положенных в основу при начальном формировании уровня валютного курса. Он поддерживался на уровне, находящемся намного ниже паритета, что делало рублевые активы значительно недооцененными для всех держателей долларов, повышая привлекательность американской валюты. При этом рынку давался сигнал, что курсовая политика будет направлена на дальнейшее обесценение рубля (вплоть до использования интервенций по поддержке доллара), что ещё больше сужало инвестиционную привлекательность рубля. Учитывая, что речь шла о периоде рыночных преобразований российской экономики, трансформации её в новое состояние, именно в это время требовалась максимальная поддержка национальной валюты, как одного из ведущих элементов экономики, а не подталкивание рубля на вторичные позиции, выход из которых до сих пор не завершён.

Как следует из таблицы 2.4, уменьшение в российской экономике доли валютного компонента в кредитах и депозитах происходит крайне медленно, хотя, за последние годы в силу ряда причин (в частности, политика валютного курса, которую мы будем рассматривать более подробно) эти сдвиги приобретают более устойчивый характер.

Таблица 2.4

**Валютный компонент ряда финансовых
операций на российском рынке, % на конец периода**

	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
Отношение валютных депозитов ко всем депозитам	0,42	0,40	0,36	0,34	0,35	0,27
Отношение валютных кредитов ко всем кредитам	0,57	0,40	0,29	0,28	0,30	0,28

Источник: Материалы МВФ за соответствующие периоды.

В развивающихся экономиках использование валютных депозитов практикуется весьма широко, что на этапе становления их экономик и, как следствие, курсовой неустойчивости, естественно ведет к усилению роли иностранной валюты в национальной экономике (табл.2.5).

Таблица 2.5

Рост депозитов в валюте к общим депозитам (1996, 2001 гг.), %

	1996	2001
Южная Америка	45,8	55,9
Страны с переходной экономикой	37,3	47,7
Ближний Восток	36,5	41,9

Источник: материалы IMF.

Исключение составляют те страны, которые ограничивают депозиты в иностранных валютах и в целом проводят целенаправленную политику по формированию национальной финансовой системы, стремясь на этапе ее формирования, уменьшить возможность дестабилизации за счет перелива международных краткосрочных ресурсов и ослабления позиций национальной валюты в целом.

В развитых странах особое внимание таким подходам при защите национального финансового рынка уделяется Японией, рядом Скандинавских стран и стран ЮВА, что отражается и на

их курсовой политике (которая часто опирается на установление более дорогого курса национальной валюты к доллару)(табл. 2.6).

Таблица 2.6

**Соотношение валютных депозитов к общим депозитам
(2001 г.), %**

	2001 г.
Ангола	81
Аргентина	73,6
Армения	79,7
Камбоджа	94,6
Дания	4,7
Финляндия	3
Япония	5,5
Казахстан	56,9
Корея	3,5
Малайзия	3,7
Парагвай	66,9
Россия	34,3
Турция	58,2
Уругвай	84,6

Источник: материалы IMF, 2003 г.

При использовании механизмов "валютной экспансии" решаются ряд вполне конкретных задач. Во-первых, их введение обеспечивает удержание долларов денежными властями соответствующих стран в своих резервах и их непоступление в страну-эмитента валюты, поскольку пополнение ликвидности в экономику осуществляется в жестком соответствии с объемом привлекаемых валютных ресурсов.. Во-вторых (и это не менее важно), экономические операции и активы той страны, которая официально использует доллары (или вводящей "валютное

правление”), начинают, по сути, выполнять функции по поддержанию доллара. Это связано с тем, что для осуществления определенных внутренних экономических операций стране требуются дополнительные денежные ресурсы, а сама эмитировать их она не имеет права и может осуществлять эмиссию лишь привлекая дополнительные валютные средства. Таким образом, вся внутриэкономическая деятельность начинает зависеть от возможности привлечения валюты, и чем выше экономическая активность, тем выше и спрос на валюту, к которой осуществлена привязка.

Так, например, в качестве условия предоставления валютных ресурсов могут выдвигаться требования, выполнение которых приводит к сжатию денежной массы. В результате ее объем может оказаться недостаточным для обслуживания всех экономических операций внутри страны, (как это имело место в частности в России в период, предшествовавший дефолту, и о чем мы подробно будем говорить ниже). Тогда для того, чтобы пополнить недостающую денежную массу и обеспечить денежное покрытие всех экономических операций, необходима эмиссия, которая по существовавшим правилам была возможна только на основе притока валюты. В результате те экономические активы или операции, которые перестали покрываться деньгами вследствие сжатия денежной массы, теперь начинают выступать в качестве дополнительного спроса и дополнительной основы, теперь уже поддерживающей привлекаемую иностранную валюту, обосновывающей необходимость ее привлечение.

При долларизации, и использовании долларов во внутриплатежном обороте “третьих” стран обе эти цели достигаются, минуя промежуточные механизмы (если используются наличные платежи, то достигается еще и физическое вытеснение долларов из американского платежного оборота).

Параллельно достигается и задача жесткого контроля над финансовой дисциплиной кризисной страны, поскольку введение

указанных механизмов фактически предполагает передачу рычагов денежно-кредитной политики в центральный банк “валюты-якоря” (т.е. валюты, к которой осуществляется привязка).

О валютном правлении (currency board)

На указанных выше принципах основываются механизмы, так называемого “валютного правления”, когда национальный центральный банк перестает выполнять функции эмиссионного центра и кредитора последней инстанции, фактически делегируя эти функции центральным банкам-эмитентам ведущих валют. Валютный курс страны, принимающей режим “валютного правления” жестко привязывается к курсу “валюты-якоря”.

При этом, однако, введение “валютного правления” лишь отчасти облегчает положение доллара, поскольку американцам удается вводить его в небольших экономиках, которые не могут обеспечить необходимого спроса на американскую валюту. (Примером более крупной экономики является Аргентина, где эта попытка, впрочем, окончилась провалом). Кроме того, использование этих механизмов наталкивается и на серьезную оппозицию внутри самих “привязываемых” стран, поскольку означает потерю ими экономической самостоятельности. Так, по мнению компетентных международных экспертов, “и в Аргентине, и в Гонконге — странах с “валютным правлением” внутренняя денежно-кредитная политика, по сути, проводится А. Гринспэном” (председателем ФРС США. — М.Е.)¹³.

Спрос, предъявляемый (в силу тех или иных причин) на американскую валюту другими странами, ранее в меньшей степени опиравшихся на доллар, также способствует поддержанию курса американской валюты. “В последние годы, — свидетельствует авторитетное издание Survey of Current Business,

¹³ Forbes Global. 1999. July 26. P. 108.

представляющее Министерство торговли США, — прирост использования американской валюты за рубежом в значительной степени осуществляется за счет спроса из России и других стран СНГ»¹⁴.

Очевидно, что данная тенденция в целом была связана с недоверием населения и бизнеса к национальной валюте, а также опоре на доллар (в том числе из-за уже упоминавшихся экономических подходов и политики валютного курса). Однако в немалой степени такая тенденция была связана и с тем, что механизмы денежно-кредитной политики фактически основывались на идеологии "валютного правления".

Валютное правление в условиях России

Механизмы по расширению ликвидности в российской экономике в середине 1990-х годов, а также кризисные события 1998 г. заставили с повышенным вниманием говорить о привязке рубля к устойчивым валютам, в том числе о необходимости введения режима "валютного правления" ("currency board"), которое, по сути, означает жесткую привязку национальной валюты и всей денежной системы страны к более устойчивой валюте ("валюте-якорю").

Следует подчеркнуть, что, не будучи принятыми официально, механизмы "валютного правления" по сути начали фактически использоваться с 1995 г., когда был введен "валютный коридор". При этом главным источником рублевого предложения была эмиссия рублей со стороны ЦБ, осуществляемая под покупку иностранной валюты - экспортной выручки, кредитов, ресурсов портфельных инвесторов. В таких условиях введение управляемого курса, уровень которого определялся уже не столько рынком, сколько взятыми

¹⁴ Survey of Current Business, 1998. July. P. 29.

обязательствами со стороны ЦБ по поддержанию курса в определенном диапазоне, означало использование механизмов, которые были очень близки по идеологии к "классическим" схемам "валютного правления" (вся эмиссия только на основе валютных поступлений, жесткая фиксация курса).

Кризисные события 1998 г. заставили поднять вопрос о том, чтобы указанные подходы сделать более жесткими и официально ввести "валютное правление".

Нами в те годы указывалось на ряд обстоятельств, которые делали подобные предложения крайне спорными и необоснованными.

Действительно, введение механизма "валютного правления" оправдано лишь в том случае, если экономика полностью зависит от страны, к чьей валюте осуществляется привязка, и образует с таким государством единое экономическое пространство. Исторически "валютное правление" применялось либо в маленьких колониальных экономиках, полностью сориентированных на экономику метрополии (Бруней, Джибути), либо просто в небольших экономиках, чье положение полностью зависит от внешнего сектора и, как следствие, от положения основных торговых партнеров (Эстония, Литва), или в странах, где вообще отсутствовал свой центральный банк (Гонконг). Кроме того, оно вводилось также в странах, исторически сориентированных на экономику какого-либо более крупного государства, поддерживающих с ним длительные крупномасштабные экономические контакты и по сути образующего с ним единую экономическую зону (Аргентина).

Во всех случаях главной экономической предпосылкой, которая делала бы "валютное правление" экономически обоснованным и повышала эффективность его введения, является наличие устойчивых, масштабных экономических отношений со "страной-якорем", формирующих с ним (как это было в случае с колониальными экономиками) единое экономическое пространство, большая степень открытости экономики (что делает

ее в значительной степени завязанной на внешнюю сферу), зависимость ее от определенных рынков и стран и желательно небольшие масштабы экономики (чтобы более легко вписать ее в рамки валюты “страны-якоря”).

Очевидно, что Россия не соответствует ни одному из указанных условий. И привязка к стране единой валюты при существующих различиях в экономиках этих стран, при слабой зависимости России от рынка “страны-якоря” выглядит как искусственная, экономически необоснованная мера.

Более того, серьезным отрицательным последствием введения “валютного правления”, на которое указывается, в частности, в исследованиях МВФ по данному вопросу, является утрата Центральным банком основных рычагов денежно-кредитной политики¹⁵. Центральный банк перестает осуществлять функции кредитора последней инстанции, лишается возможности осуществлять выпуск национальной валюты в условиях кризисов ликвидности, не может кредитовать правительство и вынужден действовать исходя из возможности привлечения валютного обеспечения с внешних рынков. Таким образом, рычаги по осуществлению такого важного инструмента экономической политики как денежно-кредитная политика, передаются в Центральный банк “страны-якоря”. Более того, по своей экономической сути такое положение фактически означает объединение денежной системы страны с привязываемой валютой со “страной-якорем”.

Как справедливо указывалось международными экспертами, в этом случае “страны лишаются валютно-финансового суверенитета и их процентные ставки устанавливаются не внутри страны, а в Вашингтоне или Франкфурте”¹⁶.

Известно, что важнейшую роль и формировании денежного предложения в целом, и в установлении процентных ставок в частности играют операции на открытом рынке, механизмы

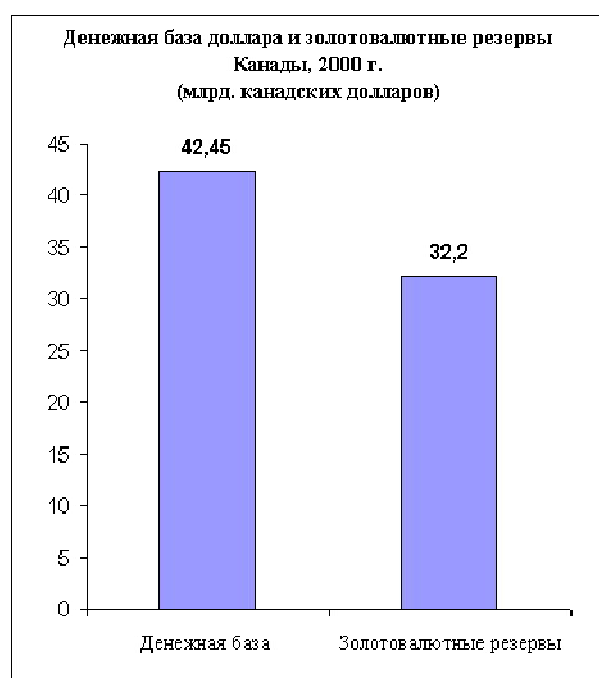
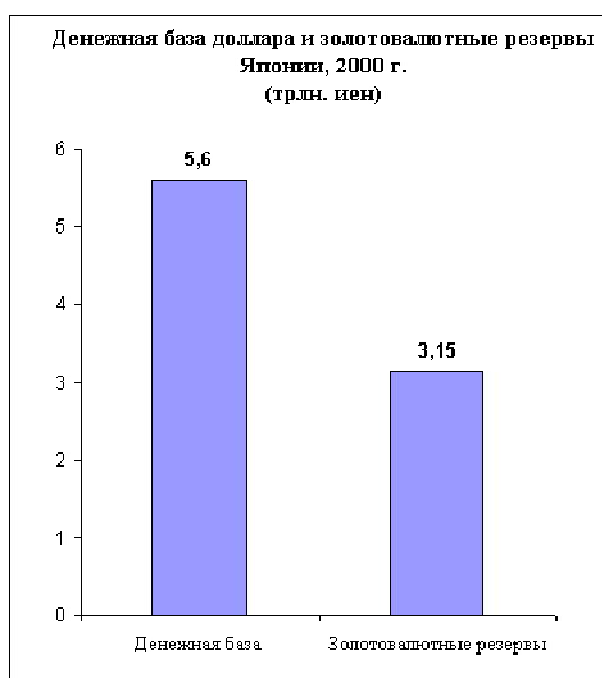
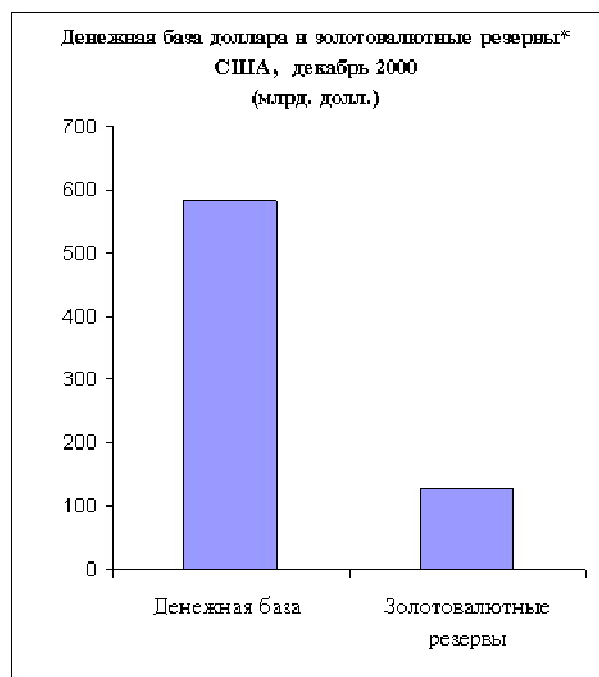
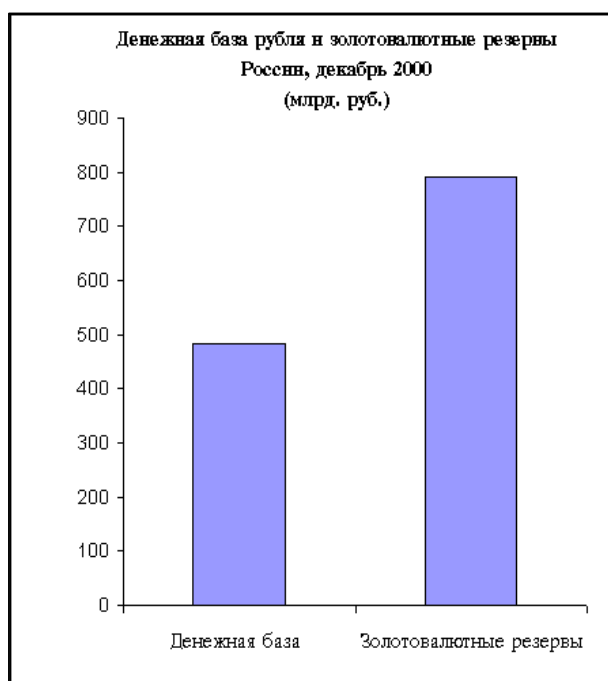
¹⁵ См., напр.: IMF, Frameworks for Monetary Stability. Washington D.C. 1994. P. 198–203.

¹⁶ American Economic Review, vol. 91, number 2, цит. по Economist, October 27, 2001, p. 82.

рефинансирования и в целом подходы, практикуемые при формировании денежной базы.

В связи с этим весьма показательно выглядит соотношение денежной базы рубля и золотовалютных резервов. Как следует из графика, вся рублевая эмиссия более чем на 100% покрыта резервами и по сути, осуществляется под закупку центральным банком иностранной валюты¹⁷. В странах, проводящих денежно-кредитную политику, основанную на внутренних рычагах, такая увязка давно отсутствует (см. рис. 2.1).

¹⁷ Величина превышает 100% из-за отмечавшегося обесценения номинального курса рубля.



* золото пересчитано по рыночным ценам

**Рис 2.1. Денежная база доллара и рубля и
золотовалютные резервы России, США, Японии и Канады
(декабрь 2000 г., 2004 г.)**

Отметим, что даже относительно более мягкие формы валютной координации, чем те, которые предполагаются

механизмом “валютного правления”, рассматриваются многими ведущими экономистами как ограничение экономической самостоятельности, а потому считаются неприемлемыми (все помнят споры о целесообразности координации валютных курсов ведущими странами в 1980-е гг.).

Наконец, напомним еще одно принципиальное обстоятельство. Основные страны давно уже отошли от жесткой привязки ликвидности в экономике к золотовалютным резервам. Если бы все экономические операции обслуживались деньгами (как это и должно быть) или в экономике был бы, например, избыток денежного предложения, то тогда при условии, что центральный банк решил увеличить денежную базу, нужно было бы предусмотреть стерилизационные рычаги, которые при необходимости могли бы снять денежный навес с рынка. В условиях же, когда российская экономика была немонетизированна и целый ряд экономических операций не обслуживался деньгами, такие операции сами по себе являются генератором спроса на деньги (как это происходит в основных странах). Связь между ростом ликвидности в экономике и привлечением внешних ресурсов выглядит весьма спорной, тем более с учетом того, что привлекаемая в качестве обеспечения валюта сама не соответствует тем параметрам, которым должны соответствовать валюты “привязываемых” государств, поскольку принципы и критерии пополнения ликвидности в развитых странах давно модифицировались и исходят из иных экономических ориентиров.

Увеличению спроса на доллары способствует и практика международных финансовых институтов осуществлять кредитование в американской валюте.

Такая практика обеспечивает дополнительный спрос на доллары за счет необходимости осуществления платежей по его обслуживанию. В этой связи сформировавшийся долларовый долг

развивающихся стран выглядит как факт, несколько стабилизирующий позиции американской валюты.

В целом укажем, что формирование задолженности какой-либо страны в долларах (или другой валюте), естественно, дает возможность кредиторам оказывать экономическое воздействие на такого должника. При этом существует и еще один аспект, который связан с тем, что заемщик становится зависимым от конъюнктуры рынка валюты долга. В данном случае мы можем говорить о том, что когда центральный банк страны, эмитирующий валюту долга, принимает те или иные решения по регулированию курса своей валюты, это косвенно отражается и на экономике страны-должника.

Валютный курс как инструмент глобализации

Очевидно, что одним из основных рычагов глобализации является валютная политика. Несмотря на то, что вся идеология курсообразования носит сугубо рыночный характер, мы часто сталкиваемся с многочисленными примерами, когда используются различные рычаги с целью формирования курсовых тенденций для обеспечения максимальных выгод для страны во внешней сфере (и об этом уже говорилось выше).

Очевидно, что помимо расширения американского экономического влияния в мире, данные шаги должны усилить и роль доллара - как мировой валюты и как одного из главных звеньев такой глобальной стратегии.

Если мы вспомним экономическую историю, то увидим, что на этапе формирования и распространения экономической мощи США в мире проводилась политика сильного доллара как мощного рычага экономической экспансии. Ведь очевидно, что дорогая валюта позволяет, более эффективно "входить" в экономическое пространство других стран, ставить под контроль иностранные активы, которые будут для американских инвесторов

более дешевыми, ставить под контроль основные финансовые потоки. Чем дороже валюта, тем эффективнее и экономичнее это можно сделать.

Когда активы ставятся под контроль, то на следующем этапе встает вопрос о повышении эффективности управления ими со стороны новых собственников. Тогда уже при необходимости могут использоваться и рычаги по обесценению валюты, для завоевания такими компаниями новых рынков и т.д.

В таблице 2.7 приводятся данные, говорящие, в частности, о том, что на этапе, предшествующем кризису Бреттон-Вудса, а также в период "глобализационной экспансии" конца 1990-х гг. отмечалась существенная переоценка курса американской валюты относительно реальных ценовых соотношений в экономике.

Таблица 2.7

**Уровень переоценки (+) или недооценки (-) номинального
курса доллара США за отдельные периоды (в %)**

	1970	1971	1972	1985	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Переоценка (+)	18,1	14,9	8,0	17,8	-3,1	1,2	7,8	6,9	7,4	9,6	19,8	17,32

* При расчетах данной таблицы нами брались отклонения номинального курса доллара к основным валютам с учетом паритета покупательной силы соответствующих пар валют. Полученные данные затем взвешивались с учетом доли каждой страны в экспорте и импорте США.

Рассчитано по: материалам OECD, International Monetary Statistics за соответствующие периоды

При этом интересно, что целый ряд стран использовал валютный курс как защиту от нежелательного инвестиционного проникновения на их рынки (что дополнялось в случае необходимости мерами торговой политики для сдерживания американского импорта).

Так, мы видим, что с середины 1990-х гг. такие страны, как Дания, Япония, Швеция, Швейцария, в значительной мере, Великобритания поддерживали свою валюту к доллару

переоцененной. Причем, для большинства из них это, по-видимому, была целенаправленная стратегия, позволявшая осуществлять политику "умеренной вовлеченности" в интеграционные процессы. Во многих из указанных европейских стран шли острые дискуссии относительно присоединения к зоне "евро" и некоторые до сих пор являются "неприсоединившимися" странами. Такие же государства как Япония вообще исторически проводили политику "опоры на собственные силы" и точки зрения допуска на внутренний рынок оставались достаточно закрытой экономикой (используя при этом широкий арсенал средств регулирования).

Таблица 2.8

**Уровень переоценки (+) или недооценки(-) ряда валют к
доллару США (%), 1975-2002**

	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2002
Канада	16,76	7,60	-6,37	10,45	-16,05	-22,35	-31,9
Япония	-3,75	11,39	-9,22	25,86	44,65	31,29	14,1
Дания	28,34	32,77	-15,93	34,11	33,44	5,97	9
Франция	13,86	24,76	-35,40	-17,67	22,73	-8,86	-16,4
Германия	19,65	28,98	-31,86	22,62	28,90	-9,73	-94,4
Венгрия				-142,23	-107,59	-136,02	-136,5
Италия	-21,00	-3,70	-56,91	15,69	-5,07	-31,89	-25,3
Польша				-215,30	-113,26	-110,17	-104,2
Португалия	-38,62	-52,78	-156,54	-37,46	-26,90	-68,83	-59,3
Швеция	34,13	40,02	-7,91	34,24	26,67	12,06	-0,9
Швейцария	18,47	30,84	-9,33	36,80	41,20	15,51	18,4
Англия	-18,88	17,46	-41,54	6,97	3,12	0,15	-5,9

Рассчитано по: данные OECD за соответствующие периоды.

Фактически с середины 1980 -х гг. японские денежные власти постоянно проводили политику "дорогой" иены. И хотя на определенных этапах им приходилось даже осуществлять

интервенции по ослаблению своей валюты (как это было, например, в 1998 г. или в 2001 г.) в целом, несмотря на важность для Японии активной торговой политики, курс иены оставался существенно переоцененным по отношению к валюте основного конкурента - доллару США

Это давало возможность японским компаниям проводить агрессивную инвестиционную политику на американском рынке. К 2000 г. японские инвестиции в финансовые инструменты США (акции, корпоративные облигации, казначейские бумаги) составили более 600 млрд. долл.

Напомним, что активная работа японских финансовых компаний за рубежом привела к оттоку средств из страны. Это вынудило японские денежные власти принять в конце 1990-х гг. соответствующие нормативы, которые стимулировали возврат ресурсов в страну (были, в частности, введены более льготные нормы по соотношениям капитал/активы и ряд других).

Более дорогая иена может выступить и центральным элементом при формировании валютного союза в Азии, возможности создания которого стали более широко обсуждаться после полосы азиатских кризисов. Аналогично, японские экономические круги еще в 2000 г подтвердили готовность поддержки и продвижения иены в качестве мировой валюты, используемой для международных инвестиций, торговли и формирования резервов.

Вообще на валютном рынке факторы психологического характера - ожидания, субъективные настроения - иногда играют даже более существенную роль, чем реальные экономические процессы. И на таком рынке любые сигналы, особенно от официальных денежных властей играют первостепенное значение. Причем, не только в формировании текущей конъюнктуры, но и определяя позиции валюты на будущее.

Характерна в этой связи политика США с начала 2000-х гг. Несмотря на то, что в стране отмечалось сложное экономическое положение, процентные ставки достигли самого низкого за

последние 40 лет уровня, группы экспортеров и промышленников говорили о целесообразности ослабления доллара, денежные власти США продолжали подчеркивать свою приверженность сильному доллару. В частности, еще в конце 2000 г. Л. Саммерс, который тогда был министром финансов США, заявил, что **"сильный доллар отвечает национальным интересам Соединенных Штатов"**¹⁸. Его последователи не раз делали похожие заявления.

Помимо чисто экономических причин, такие заявления давали сигнал рынку об устойчивости американской валюты, чтобы погасить ту панику, которая начала зарождаться на рынке. Если бы иностранные инвесторы решили, что их долларовые активы будут обесцениваться и начали бы выводить свои средства, то это лишь усугубило бы негативные процессы в американской экономике.

Неопределенность, которую испытывают инвесторы относительно доллара, приносит неустойчивость и во всю валютную систему. Валютный моноцентризм, который был характерным признаком этой системы, добавлял ей устойчивость до тех пор, пока и доллар, и Соединенные Штаты были непререкаемым лидером и "оплотом стабильности" в мировой экономике (что было вполне естественно на фоне тяжелейшего экономического положения остального мира после Второй мировой войны).

Когда же основные конкуренты Соединенных Штатов стали набирать силу, а сами США не всегда в должной мере осуществляли необходимый контроль за формированием и распространением долларовых ресурсов, порой допуская злоупотребления в данной сфере, и кроме того допускают неоправданные перекосы в экономической политике (в частности, в вопросах госдолга, дефицита торгового баланса и т.д.), то это не могло не сказаться и на состоянии мировой

¹⁸ Federal Reserve Bulletin, December 2000, p. 816.

валютной системы. Было очевидно, что она уже не должна замыкаться на единственном "центре поддержки", тем более когда этот центр сам часто проходит через полосу кризисов, а его валюта имеет весьма неоднозначную "кредитную историю" (с учетом дефолта 1971 г.)

При этом свойственная нынешнему этапу глобализации открытость экономических границ для перелива огромных по своим масштабам и часто краткосрочных капиталов, делает тем более необходимым существование неких внутренних системных стабилизаторов, которые не допускали бы эффекта "кризисного домино", когда потрясения в одном (даже "периферийном") регионе перекидываются на другие страны и в итоге могут существенно дестабилизировать даже положение в мировых центрах и в мировой экономике в целом.

В целом следует сказать, что мировая валютная система испытывает в настоящее время сложный период. Ей предстоит пройти серьезные преобразования и существенно видоизмениться, чтобы вновь приобрести системную стабильность и избежать масштабного системного кризиса. Она должна в полной мере "инкорпорировать" и учесть те реалии, которые возникают в условиях глобализации, связанные и с существенным увеличением трансграничных операций, и переливов финансовых ресурсов, и с возникновением электронных денег, и с вовлеченностью в глобализационные процессы все большего числа стран.

Более того, в нынешних условиях проблема жизнеспособности современной валютной системы уже не ограничивается исключительно проблемой доллара. В условиях конвертируемости валют любое нарушение финансовой дисциплины страной с обратимой валютой может также иметь серьезные международные последствия.

Поэтому крайне важным представляется контроль за международной ликвидностью в целом и отработка тех

механизмов, которые позволяли бы эффективно осуществлять такой контроль.

В этой связи введение единой европейской валюты - это шаг в сторону некоторого увеличения устойчивости валютной системы, поскольку вводит еще одну, помимо доллара, "точку опоры", причем основывающуюся на принципах консолидации и централизации принятия решений, как это предусматривается правилами евросистемы (и хотя разногласия и споры внутри конечно возникают, но они ведутся в рамках единой системы и в итоге должны привести к большему выравниванию и унификации ее компонентов, а также должны обеспечить бóльшую стабильность системы в целом.).

Важнейшую роль должны играть и механизмы координации с подключением всех основных участников мировой экономики, жесткий институциональный контроль за основными сферами и корпоративными участниками, могущими сыграть роль "проводников" кризиса - через которых негативные процессы могут быстро распространяться. Необходимо оперативно учитывать и целый ряд других обстоятельств, которые позволяли бы системе "ощущать пульс" быстроменяющейся среды, снимая ставшее более очевидным в последнее время противоречие между системной инерционностью (которая всегда была присуща валютной сфере) и нарастающей стремительностью изменений, присущих нынешнему периоду глобализации.

ГЛАВА 3

МЕХАНИЗМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ И ВОЗМОЖНОСТЬ СОХРАНЕНИЯ СТРАНОВЫХ СУВЕРЕНИТЕТОВ

Многосторонние валютные союзы или механизмы (например, евро) являются одним из шагов на пути укрепления системной стабильности в мире, которая часто достигается путем отказа от национальной экономической политики, сориентированной на собственные приоритеты. Более того, эти механизмы опираются на соответствующие "несущие конструкции" политической интеграции.

Механизмы, регулирующие использование единой европейской валюты евро, предполагают консолидацию всех основных рычагов экономической политики в едином центре. Очевидно, что этим достигается жесткий контроль за осуществлением такой политики и резко уменьшается возможность для отдельных стран смягчать в случае необходимости свою экономическую политику или давать какие-то послабления отдельным компаниям. Все чаще говорится о целесообразности создания азиатского валютного союза, в который могли бы войти основные страны региона (в том числе испытавшие финансовый кризис). Вопрос при этом может ставиться не только об ассоциативном участии этих стран, но и о разработке более жестких механизмов координации курсовой и финансовой политики, накладывающих на участников определенные обязательства.

Параллельно с ужесточением финансовой дисциплины на государственном уровне предпринимаются шаги по применению более жестких форм контроля на уровне отдельных компаний и банков.

Начинают вводиться и более жесткие нормы пруденциального надзора, о чем свидетельствуют изменения к Базельским принципам банковского надзора. Все это становится особенно актуальным не только в связи с рисками, возникающими вследствие глобализационных экономических процессов. Новая геополитическая среда также таит в себе немало вызовов, негативный экономический эффект которых может быть разрушительным и требует адекватных стабилизирующих мер.

Рынки в новых условиях нестабильности

После событий 11 сентября рынку были продемонстрированы качественно новый уровень взаимодействия и координации ведущих промышленных стран. Все увидели, с какой синхронностью, иногда оцениваемой несколькими часами, (как это было, например, с ФРС и ЕЦБ) были произведены снижения процентных ставок США, еврозоной, Великобританией, Швейцарией, Канадой, Швецией, Японией, Данией, другими странами.

При этом на двустороннем уровне ФРС и рядом центральных банков были достигнуты соглашения об ограничениях по операциям с долларами в первые дни работы рынков после 11 сентября. Одновременно рядом центральных банков была предоставлена дополнительная ликвидность рынку для снятия паники. Ряду центральных банков (ЕЦБ, Великобритания, Канада) были открыты со стороны ФРС США "линии своп" на сумму около 100 млрд. долл., предусматривавшие обмен их национальных валют на доллары. Еще около 300 млрд. долл. было добавлено в финансовую систему через покупку ФРС и ЕЦБ различных финансовых активов. Главная задача состояла в том, чтобы не допустить кризиса ликвидности и остановить панику.

А на чисто внутреннем уровне ФРС резко расширил объемы рефинансирования. Так 12 сентября – объем ресурсов, полученных коммерческими банками у ФРС через "дисконтное окно", превысил средние показатели обычных дней более, чем в **200 (!) раз**.

Для приостановления падения курсов акций был использован совсем нетрадиционный шаг, явно не относящийся к рыночным методам регулирования - были "добровольно" введены самоограничения по "коротким операциям" со стороны самих участников рынка (хедж-фондов и др.), - мера, к которой основной регулятор - к чему американская комиссия ценных бумаг отнеслась поощрительно. Напомним, что "короткие" операции (т.е. принятие обязательств на продажу бумаги при ее фактическом отсутствии у продавца и покупки ее затем на рынке по более низкой цене для выполнения этих обязательств) является одним из основополагающих элементов финансовых спекуляций и всего финансового рынка. При этом в условиях "игры на понижение" эти операции носят дестабилизирующий характер, все дальше толкая рынок вниз. Поэтому в целях стабилизации рынка и были приняты подобные решения.

Укажем, что все эти меры, а также вовлеченность многих государств в межстрановые регулирующие процессы свидетельствуют о том, что нынешний масштаб проблем столь серьезен, что только совместными усилиями и на основе всего возможного диапазона мер (в том числе "командно-административного" характера) их можно решать.

Ничего подобного раньше, даже когда отмечались кризисные падения (как это было, например, на фондовом рынке в 1987 г.) не происходило. И хотя, конечно, и раньше на разных периодах отмечались попытки нахождения сбалансированных подходов к курсовой политике и проводились совместные интервенции, в целом, это воспринималось скорее как маложелательная "конъюнктурная необходимость", которая

вынуждала страну иногда действовать вопреки собственным интересам.

Показательно в этой связи высказывание бывшего Председателя Совета экономических советников при Президенте США М. Фельдстайна, сделанное им еще в конце 1980-х гг. (когда он занимал указанный пост). Характеризуя предлагаемые некоторыми экономистами и политиками меры по более тесной увязке курса доллара с маркой и иеной, он весьма недвусмысленно сказал, что "Соединенные Штаты не могут позволить, чтобы их валютная политика определялась во Франкфурте или Токио" ¹⁹

Новые условия глобализации сделали необходимыми и качественно новые механизмы управления. Серьезная "обкатка" таких механизмов проводится в странах зоны евро, где новые подходы, по сути, предполагают переуступку части рычагов внутренней экономической политики, а стало быть, и экономического суверенитета в наднациональные регулирующие органы.

При этом примеры с Соединенными Штатами говорят о том, что зоны жесткого межстранового взаимодействия существенно расширились, поскольку участники осознают качественно иной масштаб рисков современной экономики.

Механизмы финансовой сферы: источник кризиса или стабилизации?

Отметим, что в условиях интеграции в мировую экономику внешняя сфера и те огромные ресурсы, которые находятся на финансовых рынках, открывают большие возможности для финансирования экономического роста. Их приток свидетельствует и о повышении доверия к экономике, что в целом положительно влияет на общеэкономический климат. В то же время эти ресурсы подвержены

¹⁹ Feldstein M. National Bureau of Economic Research // Working Paper. No 2838. Cambridge: Massachusetts. P.2

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.

Фактически на эту опасность указывал видный экономист М. Мусса, который был одним из экономических советников президента США Р. Рейгана, а затем в течение 10 лет занимал пост директора Департамента исследований МВФ: "Высокая открытость к международным движениям капиталов, особенно краткосрочных, может быть опасна для стран, проводящих непоследовательную макроэкономическую политику, а также для недостаточно капитализированных или неадекватно регулируемых финансовых систем"²⁰.

По уровню монетизации, то есть по отношению М2/ВВП, российская экономика занимает одно из последних мест в мире (этот показатель составляет лишь около 25 % - о чем мы более подробно будем говорить позднее), а на национальном финансовом рынке в силу незначительных объемов внутренних ресурсов вся конъюнктура фактически определяется притоком или оттоком иностранных средств. С учетом этого стабильность национальной экономики и финансового сектора должна опираться, во-первых, на рычаги, предотвращающие дестабилизирующее воздействие краткосрочных "горячих" денег, а во-вторых, на системные механизмы формирования инвестиционных ресурсов.

Политика привлечения иностранных инвестиций (при всей их важности) в целом не может носить стихийного характера исходя из принципов: "любые инвестиции хороши" и "чем больше - тем лучше". Существенно, какова доля привлекаемых ресурсов в общем объеме денежной массы, как они соотносятся с ВВП. Так, если "короткие", ликвидные иностранные деньги будут доминировать в денежной массе, то любое их движение может привести к дестабилизации всей экономики.

²⁰ Цит. по: Kaplan E., Rodrik D. Did the Malaysian Capital Controls Work? - NBER Working Paper 8142, February 2001, p. 2.

Практически во всех "кризисных экономиках" Латинской Америки и ЮВА доля коротких иностранных ресурсов в М2 и их отношение к ВВП в преддверии кризиса были очень высокими.

В ряде стран приток капитала извне достигал за отдельные периоды 50% ВВП (табл. 3.1).

Таблица 3.1

**Приток капитала в ряд развивающихся
стран за отдельные периоды**

Страна	Период	Соотношение "совокупный приток капитала/ВВП", в %*
Чили	1977-1981	27
	1989-1994	26
Венгрия	1993-1994	42
Малайзия	1981-1985	29
	1989-1994	46
Мексика	1978-1982	14
	1989-1994	27
Перу	1991-1994	30
Таиланд	1988-1994	52

* на конец периода

Источник: С. Reinhart, R. T. Smith Temporary Controls On Capital Inflows // NBER Working Paper 8422, August 2001; Williamson J., Mahar M. Survey of financial liberalization// Essays in International Finance. - Princeton University. – № 211, November 1998.

С точки зрения механизмов финансовых рынков риск усиливается не только по тому, что ресурсы внешних инвесторов начинают играть решающую роль в экономике и на финансовом рынке, и, во-вторых, тем, что эти ресурсы могут, как уже

говорилось, беспрепятственно выводиться, разрушая рынок, и создавая в экономике кризисную ситуацию.

Кроме того, оценивая роль таких инвестиций, следует принимать во внимание и факторы геоэкономического характера, вопросы экономической безопасности, возможности использования внутренних рычагов в формировании активной экономической политики и управления ресурсами в соответствии с национальными приоритетами. **И здесь денежные власти страны и отечественный бизнес должны играть более значимую и активную роль.**

При этом существенно, чтобы страна располагала соответствующим объемом резервов, необходимых для снятия напряжения. Важен также объем экспорта, который позволяет такие резервы формировать. И вновь при анализе кризисных стран мы имеем картину, согласно которой отношение краткосрочного долга и к экспорту, и к резервам была крайне высокой, что делало ситуацию в целом трудноуправляемой (тбл.2.3).

Таблица 3.2

**Соотношение краткосрочного долга
к экспорту по ряду стран (в %)**

Страна	Период	Краткосрочный долг/экспорт в %
Аргентина	1980	92,7
	1989	70,8
	1995	35,9
Чили	1981	53,2
Мексика	1982	85,2
	1994	50,4
Филиппины	1981	106,6

Рассчитано по: Материалам IMF, Princeton University

Действительно, в предкризисные годы экономический рост стран ЮВА в значительной степени опирался на привлечение с международного рынка финансовых ресурсов, причем часто

имеющих краткосрочный характер. Ко второй половине 1997 г. (т.е. непосредственно перед кризисом) доля краткосрочного долга в ряде стран региона была сопоставима или даже превосходила объемы их золотовалютных резервов (рис.3.1-3.2).

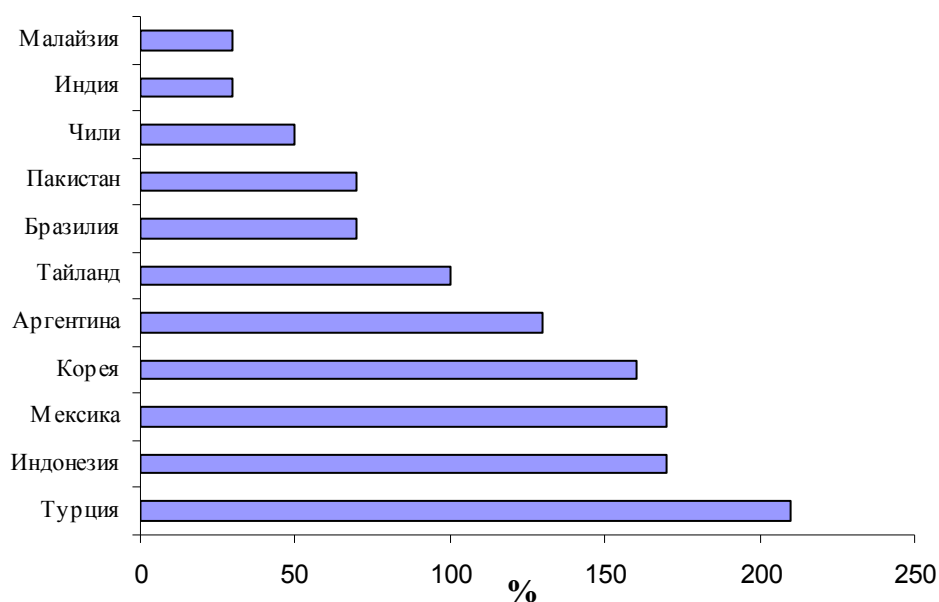


Рис. 3.1. Соотношение краткосрочных государственных обязательств и официальных золотовалютных резервов ряда, июнь 1994 г. (%)

Источник: CATO Journal. Vol. 18. №3 (Winter 1999)

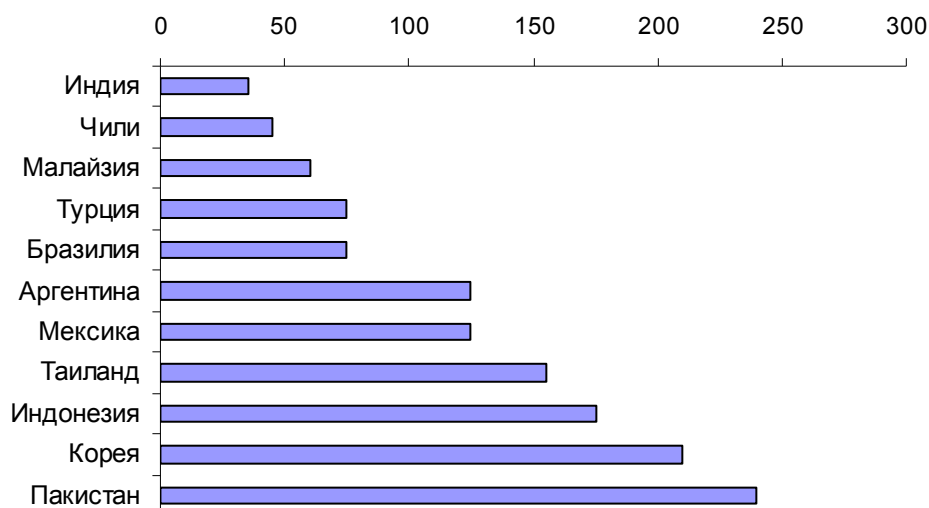


Рис. 3.1. Соотношение краткосрочных государственных обязательств и официальных золотовалютных резервов ряда, июнь 1997 г. (%)

Источник: CATO Journal. Vol. 18. №3 (Winter 1999)

Очевидно, когда среди инвесторов стали формироваться негативные ожидания относительно перспектив экономического развития указанных стран, то в условиях свободного перелива капиталов и в сочетании с такими факторами, как, например, "игра на понижение" это вызвало крупномасштабный отток финансовых ресурсов с этих рынков и спровоцировало обвальное падение их валют и котировок ценных бумаг.

Так, из Индонезии, Таиланда и Южной Кореи, в частности, только за ноябрь—декабрь 1997 г. и май—июнь 1998г. было выведено более 35 млрд. долл.²¹

Аналогичные действия наблюдались и на других рынках региона. Это спровоцировало обвальное падение валют и котировок ценных бумаг у находящихся в этом районе государств (табл. 3.3).

²¹ Международный финансовый кризис: новый этап глобального экономического развития? Материалы Ученого совета ИМЭМО РАН.

Таблица 3.3**Индексы котировок акций стран Азии, 1997-1998 гг.****(июль 1997 г. = 100 %)**

	Июль 1997	Январь 1998	% падения котировок
Гонконг	100	61	39
Сингапур	100	63	37
Индонезия	100	55	45
Корея	100	61	39
Малайзия	100	50	50
Таиланд	100	65	35
Индия	100	79	21
Филиппины	100	61	39
Япония	100	75	25

Рассчитано по: Bloomberg, The Economist за соответствующие периоды.

Очевидно, что давление, которое было оказано на валютный курс в результате вывода средств с рынка ценных бумаг с последующим уходом в доллары, спровоцировало затяжное и значительное по масштабам обесценение национальных валют региона (рис. 3.3).

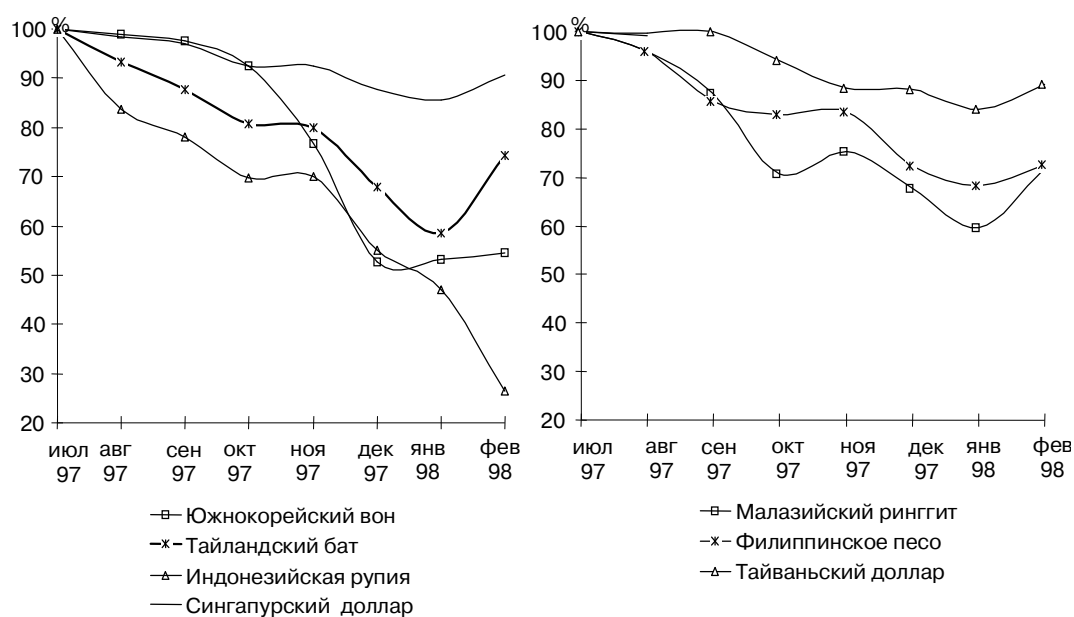


Рис 3.3 Индексы курса доллара США к национальным валютам стран Юго-Восточной Азии (июль 1997 г. = 100)

Источник: International Financial Statistics, Financial Times и The Economist за соответствующие периоды.

По мере развития кризиса его последствия стали проявляться и в других странах. В октябре 1997 г. на 7% снизился индекс Доу-Джонса и практически параллельно упали котировки “развивающихся” рынков европейских государств и в России.

Все отрицательные последствия таких событий — падение ВВП, удорожание привлечения внешних ресурсов (или невозможность такового в принципе) и др. — сразу же дали о себе знать. Так, в частности, в течение года после кризиса осени 1997 г. ВВП Индонезии сократился примерно на 15%, в Таиланде, Южной Корее, Гонконге — на 5–7%, что усилило негативные ожидания рынка относительно их экономик.

Поэтому крайне важно отработать механизмы предотвращающие разрушительный эффект от переливов краткосрочных спекулятивных средств.

Необходимость этого столь очевидна, что даже такие финансисты как Дж. Сорос начали предупреждать о коллапсе капитализма в случае, если спекуляции не будут ограничиваться.

К нему присоединяется целая плеяда экономистов, ранее ратовавших за "свободную" торговлю и финансовые рынки, (Кругман, Бхагвати и др.), а также политиков, подчеркивающих необходимость использования рычагов контроля.

Нарушения финансовой дисциплины, которые нередко отмечаются и на уровне отдельных компаний и стран в целом являются, по мнению многих, одной из причин международных кризисов в валютно-финансовой сфере. Считается, что ситуацию можно выправить более жестким контролем и усилением централизации. Надежды связывают с валютными блоками (наподобие евро), где предполагаются механизмы жесткой финансовой централизации, где страны-участницы по сути, отказываются от права проводить автономную экономическую политику, передавая главные рычаги такой политики в центральный надгосударственный орган.

Аналогичная философия предлагается и в отношении отдельных компаний и банков. По мнению журнала "Экономист", "иностранное владение банками является одним из наиболее эффективных путей к финансовой безопасности"²².

Особое внимание, которое уделяется финансовому рынку и его главным участникам – банкам, выглядит логичным, поскольку от степени их надежности и стабильности во многом зависит стабильность национальных экономик и всей мировой экономики в целом.

Банки - как стратегический элемент глобальной экономики

Очевидно, что в современных условиях вопрос о финансовой и банковской сферах вышел за рамки чисто отраслевых вопросов и приобрел характер геοэкономической и стратегической проблемы.

²² The Economist. January 30. 1999.

Действительно, контроль за финансовыми потоками, банками и финансовой сферой в целом в решающей степени позволяют влиять на характер и приоритеты экономического и политического развития соответствующих стран. Именно поэтому более, чем в 100 странах сохраняются те или иные формы ограничений на вхождение иностранного капитала в национальные банковские системы.

Более того, частота банковских кризисов в различных странах делает тем более необходимым более тщательно подходить к экономической политике в отношении банков (см. табл. 3.4).

Таблица 3.4

Частота банковских кризисов в ряде стран

Аргентина	4	Парагвай	1
Бразилия	2	Перу	1
Венесуэла	2	Сингапур	1
Гонконг	2	США	1
Египет	2	Таиланд	3
Индия	1	Турция	3
Индонезия	3	Филиппины	2
Италия	1	Франция	1
Корея	2	Чили	1
Малайзия	3	Япония	1
Аргентина	4		

Источник: материалы Мирового банка, NBER за соответствующие периоды.

Большой значимостью банковского сектора объясняется и то обстоятельство, что когда банки вступали в полосу кризисов, в большинстве государств им оказывалась мощная государственная поддержка (см. табл. 7). О роли банков говорит и тот факт, что государство стремится в определенной мере сохранить за собой присутствие в банковских системах (см. табл. 3.5). Это в том числе позволяет (как, например, в Германии) обеспечивать

"приемлемый" для экономики уровень стоимости кредитных ресурсов, а также объемы и характер инвестиций.

Таблица 3.5

Доля государства в активах банков ряда стран, (%)

Страны	Доля государства в активах банков			Страны	Доля государства в активах банков		
	1985 г.	1995 г.	2001 г.		1985 г.	1995 г.	2001 г.
Австрия	64	50	4	Исландия	71	71	н.д.
Аргентина	61	61	н.д.	Италия	65	36	17
Германия	36	36	42	Норвегия	68	50	н.д.
Греция	78	78	н.д.	Тайвань	81	77	43
Египет	91	89	67	Турция	56	56	35
Израиль	65	65	н.д.	Уругвай	69	69	н.д.
Индия	97	85	80	Финляндия	31	31	22
Индонезия	43	43	44	Франция	75	17	н.д.

Источники: Cecchetti S., Krause S. Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy. - NBER Working Papers, July 2001; Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Government Ownership of Banks. - NBER Working Papers, March 2000; James R.B. Regulation and Supervision of Banks around the world. – May, 2001; Bank Regulation and Supervision: World Bank Database. 2003.

При этом выход государства из финансовой и банковской систем должен осуществляться крайне аккуратно. При этом особо важное значение, как представляется, имеют два вопроса – первый – о сохранении национального контроля за стратегически важной сферой (о чем мы ещё скажем позже) и второй – касается вопросов обеспеченности финансовыми ресурсами.

С учетом крайне низкого уровня монетизации экономики (М2/ВВП), а также низкой доли банковских активов в ВВП России необходимо оценить, насколько отразится дальнейшее уменьшение имеющихся финансовых ресурсов путем сокращения банков с гос. участием на общем экономическом положении и, как следствие, на устойчивости банковского сектора. И чем возникающий "ресурсный вакуум" будет восполняться? В этой связи очень интересен международный опыт, показывающий, как эти процессы шли в Восточной Европе.

Интересно отметить, что для целого ряда стран выход государства из банковских систем практически синхронно сопровождался ростом иностранного участия (причем, часто такое "взаимозамещение" выглядело практически симметричным) (см. табл. 6).

Отметим, что если в существующие у нас подходы (касающиеся и формирования финансовых ресурсов в целом, и капитализации в частности) не будут привнесены изменения, расширяющие полномочия и обязанности наших денежных властей, которые должны играть важнейшую роль в экономической политике (как это происходит во всех развитых экономиках), то "восточноевропейский" сценарий выглядит вполне вероятным.

Поэтому для поддержания конкурентной среды сокращение госбанков хоть и должно проводиться, но проводиться постепенно, и главное - по мере реального включения адекватных механизмов, позволяющих обеспечивать стабильность на рынке, необходимые для экономики объемы финансовых ресурсов, сохранение национального контроля за такой стратегически важной сферой, как финансовая.

Таблица 3.6

Доля иностранных и государственных банков в банковских активах соответствующих стран (%)

	1995	1996	2000	2002	2003
<i>Литва</i>					
Доля государства	61,8	54	38,9	0	0
Доля иностранных банков*	13,3	25	57,7	88,1	89
<i>Болгария</i>					
Доля государства	н.д.	82,2	17,7	17,6	н.д.
Доля иностранных банков	н.д.	9,5	67	70	н.д.

<i>Хорватия</i>					
Доля государства	н.д.	78,4	5,7	4	3,5
Доля иностранных банков	н.д.	1	84,1	90,2	90,8
<i>Чехия</i>					
Доля государства	17,6	16,6	28,2	4,6	н.д.
Доля иностранных банков	15,9	18,6	75,4	93,3	н.д.
<i>Словакия</i>					
Доля государства	61,2	54,2	49,1	2,9	н.д.
Доля иностранных банков	н.д.	н.д.	44,7	90,1	н.д.
<i>Эстония</i>					
Доля государства	7,9	0	0	0	0
Доля иностранных банков	90	97	98	98	н.д.
<i>Латвия</i>					
Доля государства	2,6	2,9	3,2	4	4,1
Доля иностранных банков*	66,2	69,9	67,8	54,4	53,9
<i>Венгрия</i>					
Доля государства	49	15,3	7,7	10,8	н.д.
Доля иностранных банков	41,8	46,2	68,1	н.д.	н.д.
<i>Польша</i>					
Доля государства	23,9	22,9	23,5	25,1	25,2
Доля иностранных банков	47,2	69,5	68,7	67,4	67,0
<i>Румыния</i>					
Доля государства	50,3	50	45,4	43,6	38,4
Доля иностранных банков	47,8	50,9	55,2	56,4	57,7

<i>Словения</i>					
Доля государства	н.д.	41,6	41,6	24,9	24,6
Доля иностранных банков	н.д.	11,7	16,4	34,6	34,8

*доля иностранных банков по Литве и Латвии в % к капиталу

Источник: Banking in CEE. April 2004.

Причем в тех странах, где финансовые системы наиболее развиты (в первую очередь - США и Япония) контроль за финансовой системой может определяться не прямолинейным участием государства в банках, а более системно и через формирование и управление всеми финансовыми ресурсами. Так и в США, и в Японии 70-90 % всей денежной базы, соответственно доллара и иены, формируются национальными банками путем эмиссии на бюджетные цели. Другими словами национальные денежные власти полностью замыкают на себе формирование всей денежной массы. Что затем дополняется и активным использованием рычагов денежно-кредитной политики (ставок и механизмов рефинансирования, формирования фонда обязательных резервов и др.)

При этом, понимая особую значимость ряда сегментов рынка, таких, например, как рынок сберегательных вкладов, за банками с государственным (муниципальным) участием сохраняется там решающая роль.



**Рис 3.4 Доля частных депозитов среди банков Германии
в %, декабрь 2003 г.**

Источник: The Economist. 2004.17.04.

В рамках федерального бюджета США существует разветвленная сеть специализированных фондов, также занимающих заметное место в экономике и участвующих в финансировании как социальных программ, так и программ развития бизнеса.

По данным Министерства финансов США, там действует свыше 400 федеральных и специализированных фондов, опирающихся на масштабные бюджетные ресурсы и поддерживающих развитие целевых программ.

Европейские страны, причем даже такие "столпы" европейской интеграции, как Германия, Франция, Италия, тоже нередко опираются на чисто административные формы регулирования экономики. Демонстрируемая ими склонность к использованию в ряде случаев протекционистских или административных методов решения экономических проблем (в том числе путем оказания "помощи" неэффективным предприятиям и т.д.) дала повод английскому журналу "Economist" квалифицировать подобные действия как "атавизм", а сами страны, представляющие ядро ЕС, - как "смотрящие назад"²³.

При этом, однако, нужно помнить, что вопросы национальной экономической политики, как правило, рассматриваются под углом зрения

²³ The Dangers of Atavism. - The Economist, 2002, October 19, p. 17.

большого количества "центров силы" и интересов, а потому являет собой продиктованный конкретными условиями баланс интересов национальных участников рынка. (наподобие известного высказывания: "что хорошо для Дженерал Моторс, то хорошо для Америки"). Поэтому в некотором роде речь идет о достаточно прагматичном подходе, который ориентируется не на абстрактные идеологические аргументы (такие как "правила свободного рынка", "либерализация" и т.д.) а на вполне конкретные интересы вполне конкретных участников как раз и представляющих собой основу этого рынка и экономики в целом.

До тех пор пока какое-либо государство стремится в решающей мере сохранить за собой экономический и политический суверенитет, причем, опирающийся на реальные механизмы и рычаги воздействия на ситуацию с учетом национальных приоритетов, финансовая сфера продолжает занимать одно из важнейших мест среди таких инструментов.

Действительно, с точки зрения приоритетов национальной экономической политики выглядят вполне логично механизмы, где центральное место занимают национальные денежные власти и национальные банки, которые в первую очередь реагирует на сигналы отечественных органов регулирования, а не иностранных, как это имеет место, когда зарубежные банки, работающие в стране, вынуждены также подчиняться решениям своих денежных властей.

При этом понятно, что решения иностранных денежных властей в первую очередь основываются на их собственных экономических приоритетах, и вряд ли учитывают экономические задачи страны пребывания дочерних банков. Поэтому часто из-за решений принимаемых центральными банками других стран, головные конторы их международных банков, выполняя эти решения, пересматривают соответствующие нормативы (устанавливают новые страновые, отраслевые и иные лимиты и нормативы). В результате вся их международная сеть может существенно пересмотреть свою кредитную политику и начать перевод средств на другие рынки и в другие инструменты. Если

доля таких иностранных участников на местном рынке высока, то это естественно может существенно осложнить экономическое положение страны пребывания таких дочерних банков.

Именно этим и объясняется тот факт, что для недопущения развала национальных банковских систем в условиях кризиса им оказывается мощная государственная поддержка. При этом в той же Японии условиями предоставления такой поддержки иногда были встречные обязательства участников рынка по проведению необходимой кредитной политики (табл.3.7).

Таблица 3.7

**Уровень расходов денежных властей на преодоление кризисов
банковских систем для ряда стран, в % к ВВП**

Страна	Расходы/ВВП	Страна	Расходы/ВВП
США	3–4	Япония	30
Финляндия	8	Корея	13
Болгария	14	Чили	30
Чехия	12	Уругвай	30
Индонезия	50	Россия	0,3*
Аргентина	55	Кувейт	45
Индонезия	51	Чили	41
Таиланд	25	Испания	17
Мексика	14	Корея	13

* На основе бюджета АРКО.

Источник: Материалы МВФ и Всемирного банка за соответствующие периоды.

Отметим, что в России даже в относительных цифрах величина поддержки банковской системы в среднем в 50-100 раз была ниже, чем в ряде других стран, притом что в абсолютных цифрах ВВП большинства стран также выше российского, и это еще больше увеличивает такой разрыв.

Более того, в целом с точки зрения возможностей доступа на рынки финансовых услуг, даже в промышленно развитых странах либерализация доступа на их рынки происходила тогда, когда эти страны достигли высокого и стабильного уровня экономического развития. Как известно, в Японии реальная либерализация финансового сектора стала осуществляться лишь во второй половине 1990-х гг. К этому периоду японская

экономика устойчиво занимала вторые позиции в группе промышленно развитых стран мира (при этом даже после такой либерализации доля иностранных банков в японской банковской системе не превышает 5-6%). Достаточно невысоки показатели иностранного участия и на других сегментах японского финансового рынка. Доля всех иностранных прямых инвестиций в ВВП Японии не превышала 2 % к 2004 г., а объем иностранного присутствия на японском рынке акций составил к 2004 г. около 2%*.

По мнению английского журнала "Экономист", Япония "хорошо освоила искусство открываться на ее условиях"²⁴. А политика опоры на собственные силы, а не на иностранные инвестиции, защита национальных компаний и банков позволили ей "достичь одной из основных целей – **финансовой независимости**"²⁵ (выделено нами. – М.Е.).

В связи с этим ряд стран придерживается довольно четкого контроля за масштабами иностранного присутствия в своих финансовых системах (табл.3.8).

Таблица 3.8

Доля иностранных банков в банковских системах* (%)

Австрия	5	Кувейт	0
Египет	4	Южная Африка	5
Индия	0	Швеция	2
Индонезия	7	Швейцария	9
Япония	6	США	5
Южная Корея	0	Исландия	0
Иордания	6		

* доля в активах

Источник: Bank Regulation and Supervision: World Bank Database. 2003.

* Ministry of Finance, Japan, December, 2004 г.

²⁴ Japanese Spirit, Western Things. – The Economist, 2003, July 12th, p. 20–22.

²⁵ Op. cit.

До сих пор, несмотря на интеграционные процессы, ведущие к стиранию экономической границы, во многих развитых странах доступ иностранного капитала в национальную банковскую систему часто регламентируется большим количеством условий и ограничений (о чем мы позднее будем более подробно говорить).

А потому вызывает вопросы ситуация, при которой главным источником капитализации российской банковской системы часто рассматриваются иностранные инвестиции в банковский капитал, т.е. внешний источник монетизации экономики. Это может привести к неоднозначным экономическим и политическим последствиям.

В целом укажем, что сам тот факт, что иностранные банки или иностранный капитал приходят в российский финансовый сектор является скорее подтверждением его привлекательности и потенциала роста, который в нем заключен. И здесь следует ещё раз подчеркнуть, что иностранные инвестиции, безусловно, важны с точки зрения применения новых банковских технологий, поддержания конкуренции между банками и т.д. Их приток особенно оправдан, когда уже сложилась национальная банковская система.

Однако когда уровень монетизации экономики низок, а внутренние каналы расширения ликвидности практически не используются, то в таких условиях при опоре на внешние ресурсы иностранные банки окажутся в заведомо более благоприятном положении, а российские банки не смогут составить им адекватную конкуренцию (при отсутствии внутренних ресурсов). По сути, не будет соблюдаться принцип «равных конкурентных возможностей», который поддерживается многими международными организациями.²⁶

²⁶ И тот факт, что перспективы либерализации сектора финансовых услуг являются объектом повышенного внимания на международных переговорах, говорит о том, что возможности расширенного присутствия на российском финансовом рынке находятся в постоянном поле зрения иностранных участников, представляя серьезный интерес.

Очевидно, что говорить в таких условиях о равной конкуренции с иностранными банками не приходится, и *такая ситуация фактически приведет к потере национальной банковской системы в обозримом будущем.*

Подобные последствия наблюдаются во многих странах с переходной экономикой, где основной упор при капитализации банковского сектора был сделан на внешние источники. В результате в их банковской системе и экономике международные банки заняли ключевые позиции. (Напомним, данные табл. 3.6).

Именно банки с иностранным капиталом начинают оказывать решающее воздействие на характер и приоритеты экономического развития в этих странах, контролировать наиболее эффективные сферы деятельности. Вместе с тем, как отмечается в материалах Центрального банка РФ, «иностраные банки, занимающиеся кредитованием национальных субъектов, имеют специфические, чаще всего, не совпадающие с национальными интересами, стратегические приоритеты»²⁷. Более того, решения об условиях предоставления кредитов могут приниматься с учетом интересов международных клиентов или акционеров материнского банка, что, зачастую, может означать отказ в финансировании конкурентных производств у «принимающей стороны».

Аналогично и промышленность должна искать средства для масштабного стратегического развития на внешних рынках (так как "самофинансирование" и внутренний рынок дают возможность в основном обеспечивать лишь текущие потребности).

²⁷ См.: Место и роль банковской системы в реструктуризации национальной экономики. М.: НИИ ЦБ РФ, 2000, с. 40–41.

Примечание

Отметим, что к практически таким же выводам пришли эксперты двадцатки (G20) в период, когда произошел финансовый кризис 2007-2009 гг.

Анализ этой проблемы экспертами G-20 позволил им сделать вывод о том, что "существенное присутствие иностранных банков на развивающихся рынках, особенно в Европе и Латинской Америке увеличивает потенциальный источник заражения (contagion) в период финансового стресса. Материнский банк может ограничить кредитование в своих международных операциях или репатриировать капитал"²⁸. Также указывается на сложности контроля за иностранными банками. В результате делается вывод о том, что "необходимость реструктурирования ими своих балансов в принимающих странах может иметь продолжительный эффект в плане доступности кредитов от иностранных банков"²⁹.

Следовательно, если проблема увеличения ресурсов в экономике в целом и капитализации банковского сектора, в частности, будет решаться с опорой на внешние ресурсы во всех формах – экспортные нефтедоллары, иностранные инвестиции, внешние кредиты, то в этом случае российская экономика будет полностью зависеть от состояния мировой конъюнктуры и от тех условий, которые выдвигаются международными кредиторами.

Упор на внешние ресурсы для расширения внутренней ликвидности и обеспечения экономического роста тем более не бесспорен с учетом возможного ухудшения международной конъюнктуры и, значит, снижения валютных поступлений.

²⁸ G-20 Study Group on Global credit Market Disruptions, Paper Prepared by Australia, 30 October 2008. P. 29.

²⁹ Там же.

В связи с этим укажем, что чрезмерная опора на внешнее финансирование и отсутствие внятных национальных денежно-кредитных подходов привело к тому, что помимо стран Восточной Европы во многих развивающихся государствах доля иностранных банков стала решающей (см. табл. 3.9).

Таблица 3.9

Доля иностранных банков в банковских активах, %

Аргентина	49	Люксембург	95
Ботсвана	98	Македония	93
Камбоджа	71	Новая Зеландия	99
Гибралтар	100	Перу	40
Замбия	64	Самоа	93
Лесото	49	Ямайка	44
Гамбия	76	Панама	38

Источник: Bank Regulation and Supervision: World Bank Databas за соответствующие годы.

Далее вслед за финансовым сектором предпринимаются усилия установления более жесткого контроля за корпоративным сектором, как через непосредственное участие в капитале, так и через долговые и кредитные инструменты, часто накладывающие ограничения на характер экономической деятельности.

Все чаще поднимается вопрос о создании международного мегарегулятора, в компетенцию которого входило бы установление правил на финансовых рынках и контроль за их выполнением. И хотя практическое решение этого вопроса входит в конфликт с сохранением экономического суверенитета "стран-участниц", а потому вызывает их неприятие, вопрос это не снимается с повестки дня международных обсуждений. Тем более что все большее число стран, входящих в зону евро, начинают жить по единым правилам, серьезно ограничивая свои возможности при проведении автономной национальной политики.

Таким образом, прослеживается попытка установления контроля на всем диапазоне управления финансовой сферой - от операторов рынка до механизмов формирования и управления эмиссией и финансовыми потоками. Все это на данном этапе глобализации имеет тенденцию к концентрации функций контроля и управления в единых центрах, опираясь при этом на ограниченный круг эмиссионных центров (таких как ЕЦБ или ФРС) и формирование унифицированных правил функционирования участников рынка ("Базельские принципы", еврозона и т.д.)

Очевидно, что при такой "конфигурации механизмов" любые национальные механизмы контроля, формирующие автономные подходы могут нарушать единую логику консолидации и управления финансовыми процессами.

Именно поэтому либерализация валютного регулирования является одной из важнейших составных частей глобальных процессов, позволяя расширить действие механизмов глобального контроля.

Валютная либерализация

На первый взгляд, очевидно, что валютная либерализация облегчает работу национального бизнеса, а потому должна приветствоваться. Однако очевидно и то, что при этом открываются каналы глобального транснационального влияния на экономику, все национальные компании не зависимо от степени готовности начинают сталкиваться с полномасштабной конкуренцией, уменьшаются возможности корректирующего воздействия национальных экономических властей. В результате, если экономика и национальный бизнес достаточно окрепли и созрели для таких нововведений, то они действительно могут более эффективно "входить" в мировую экономику, опираясь при этом и на внутренние, и на внешние точки опоры. Когда же

национальные экономические механизмы еще не развиты, а сам отечественный бизнес не достаточно окреп, то при такой открытости все большее значение начинают играть международные "механизмы поддержки то есть те точки опоры, которые позволяют выжить в условиях полномасштабной конкуренции, и на которые опираются те компании, с которыми приходится конкурировать. Эти механизмы формируются в первую очередь либо международными организациями, (среди их акционеров развитые страны играют определяющую роль), либо самими экономическими властями ведущих стран.

В результате формируются глобальные "правила игры", учитывающие как естественную логику развития мировых процессов, так и интересы и цели ее ведущих участников, определяющих эти правила.

Реально эффективная конкуренция предполагает сильную внутреннюю экономику и сильный отечественный бизнес. Поэтому крайне важны меры, направленные на создание условий работы предпринимателей внутри страны и за ее пределами. Причем эти меры должны быть точно согласованы между собой во времени и проводиться крайне аккуратно, с учетом реальной ситуации. Очевидно, например, что полномасштабная либерализация внешних связей должна осуществляться по мере того, как укрепляется внутриэкономическое положение страны, ее компаний и банков. Поспешность принятия законодательных мер без адекватной экономической базы, экономических условий, может вызвать негативные последствия для экономики страны. В условиях экономической глобализации нужно особенно учитывать те риски, которые при этом возникают.

Возможные риски

Мы уже указывали на то обстоятельство, что приток или отток международных капиталов зависит от колебаний мировой конъюнктуры, а также политических факторов. В результате

финансовые ресурсы, изначально поступив на российский рынок, могут затем в достаточно короткие сроки быть выведены из страны, спровоцировав кризис на валютном и финансовом рынках (как это уже не раз бывало и в мире, и у нас – в 1998 г.). Это способно поставить под угрозу стабильность национальной экономики в целом и надолго остановить экономический рост.

Вот как выглядят уже упоминавшийся нами показатель монетизации (соотношение M2/ВВП) в сравнении с другими странами (табл.3.10).

Таблица 3.10

Доля денежной массы в ВВП, 2003 г., %

Россия	Венгрия	США	Китай	Япония
23	46	53	204	125

Рассчитано по: International Financial Statistics и Вестник Банка России за соответствующий период.

С учетом этого стабильность национальной экономики и финансового сектора должна опираться, во-первых, на рычаги, предотвращающие дестабилизирующее воздействие краткосрочных «горячих» денег, а во-вторых, на системные механизмы формирования инвестиционных ресурсов.

Это особенно актуально, когда к российской экономике демонстрируется все больший интерес иностранных инвесторов, что, вероятно, еще более усилится по мере повышения кредитного рейтинга России.

Между тем в принятом законе «О валютном регулировании и валютном контроле» не просматривается эффективных «стабилизационных» механизмов. Более того, ряд предлагаемых мер может обострить указанную проблему, а также создать дополнительные риски.

Так, к неоднозначным последствиям могут привести меры, предполагающие возможность открытия счетов в иностранных банках в уведомительном порядке российскими компаниями и гражданами, а также возможность осуществления расчетов между резидентами Российской Федерации за ее границами. По существу, речь идет о либерализации так называемых «трансграничных операций», т. е. услуг, предоставляемых

иностранными компаниями в соответствии со своим законодательством, минуя нормы российских законов. К этим операциям, как правило, разрешается доступ лишь на завершающих этапах либерализации финансовой системы.

Мы уже писали о том, что произошло с финансовыми системами ряда восточноевропейских государств, где подобная либерализация была осуществлена очень быстро и где национальные финансовые, банковские системы утратили свою самостоятельность и перешли под контроль иностранных участников.

Более того, даже в промышленно развитых странах либерализация доступа на рынки финансовых услуг происходила тогда, когда эти страны достигли высокого и стабильного уровня экономического развития. Так, в США, деятельность банков-резидентов с иностранным участием еще в середине 1980-х гг. ограничивалась операциями с иностранными компаниями.

При этом законодательство отдельных штатов часто вводит дополнительные ограничения. Например, в штате Вашингтон ограничивается количество банковских офисов, которые могут открываться филиалами иностранных банков, действующих на территории штата. Ограничиваются объемы привлекаемых депозитов. Во Флориде применительно к иностранным банкам вводятся ограничения по видам операций.

В Западной Европе полномасштабные процессы в этой сфере начали происходить в конце 1980-х – начале 1990 гг. в рамках общеполитических и экономических процессов интеграционного характера. В частности, была принята и начала вводиться «Вторая банковская координационная директива» 1989 г., которая определила характер либерализации торговли финансовыми услугами в ЕС.

В отдельных странах, например, в Норвегии до 1955 г. было запрещено открытие филиалов иностранных банков.

В результате проводимых экономических преобразований в российской экономике уже к концу 2004 г. присутствовал большой элемент «трансграничных» операций. Так, задолженность российского

нефинансового сектора перед нерезидентами уже составляет почти 50 млрд. долл., что лишь немногим меньше его задолженности перед российской банковской системой.

Осуществление расчетов между российскими участниками за пределами России потенциально чревато выведением все большей части финансовых потоков за пределы российской налоговой системы. Речь, по сути, может идти об использовании принципов «офшоров», когда на российской территории будет осуществляться само производство, а финансовые ресурсы будут официально размещаться во внешней сфере.

При этом вся российская экономика будет полностью зависимой от политических рисков («замораживания счетов» и т. д.) и в полной мере подвержена тем экономическим рискам, которые в последнее время обострились в мировой экономике (в области котировок валют, фондовых рынков и т. д.). Любая крупная внешнеэкономическая дестабилизация может серьезно подорвать финансовые возможности страны. Кроме того, может быть утерян контроль за налоговыми поступлениями, что также обострит эту проблему.

К такого же рода последствиям может привести и открытие крупными компаниями счетов за рубежом. Если такая возможность будет активно использоваться, то экономика России может столкнуться с масштабным оттоком ресурсов, что серьезно осложнит возможности для экономического роста.

При анализе данного вопроса мы, к сожалению, часто пытаемся начинать анализ с "чистого листа", тогда как накоплено уже большое количество примеров в мире (да и у нас самих), позволяющих делать достаточно определенные выводы. В авторитетном издании Принстонского университета "Essays in International Finance", посвященного проблемам валютно-финансовой либерализации, подчеркивается, что "либерализация капитальных операций и особенно либерализация краткосрочных потоков, **сыграли важную роль в распространении кризиса** (выделено нами – М.Е.) в Восточной Азии в 1997 году.

Сохранение контроля за капитальными операциями было причиной, которая позволила странам Южной Азии выйти кризиса с наименьшими потерями, тогда как гораздо более сильные экономики стран Восточной Азии посыпались, как домино"³⁰.

Для нейтрализации эффекта "горячих денег" и для ограничения тех каналов, по которым они могли попадать в экономику возможно использования широкого набора мер - ограничения на приток капиталов с короткими сроками (так было, например, в Нидерландах), более высокие резервные отчисления на все внешние займы со сроками менее 72 месяцев (Чили), количественные ограничения по объему иностранных инвестиций (Дания), квоты на объемы обмениваемой иностранной валюты в национальную и более жесткие размеры валютной позиции для иностранных банков (Япония), и целый ряд других подходов.

Понятно, что все указанные тенденции, которые отмечаются в России в связи с валютными послаблениями, в условиях "открытой экономики" следует в первую очередь рассматривать с учетом мирового опыта.

При этом, очевидно, что, будучи одними из главных связующих звеньев между внутренней и мировой экономики наш банковский и финансовый сектор в первую очередь ощутят на себе воздействие кризиса, если таковой произойдет, тем более, что наш финансовый и банковский сектор еще достаточно слабы. Так, активы всей банковской системы меньше, чем у одного любого крупного западного банка и ей очевидно необходима дальнейшая капитализация (рис 3.5).

³⁰ Williamson J., Mahar M. Survey of Financial Liberalization //Essays in International Finance. Princeton University. 1998. №211. November. P. 57.

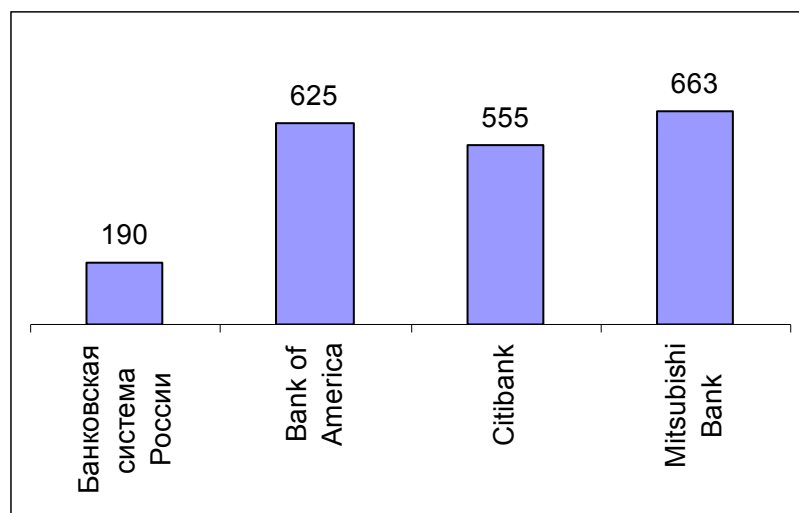


Рис. 3.5 Банковские активы 2003 г., млрд. долл.

Источники: Бюллетень банковской статистики (Банка России); Federal Reserve Board; Japanese Bankers Association за соответствующий период.

Банк России в 2001 г. отмечал, что «повышению функциональной роли банковского сектора в экономике в значительной мере препятствует крайне низкий уровень капитализации большинства российских банков и сектора в целом»³¹.

Отток ресурсов еще больше осложнит проблемы банков и снизит их конкурентоспособность.

Именно поэтому необходимы меры по созданию фактически равных конкурентных условий между российскими и иностранными банками. И для этого необходимы и меры по укреплению самих банков, и меры, ограничивающие на определенном этапе полномасштабный доступ иностранных банков на внутренний рынок.

Так, во многих странах, даже несмотря на их вступление в ВТО, процесс расширения доступа иностранных банков на внутренний рынок растянут на достаточно продолжительный период. В частности, в Китае сразу же после вступления в ВТО банки-резиденты с иностранным участием получили лишь возможность осуществления валютных операций с иностранными компаниями. Затем предусмотрено разрешить валютные и юаневые операции с

³¹ См.: Состояние банковского сектора Российской Федерации в 2000 году. – Вестник Банка России. – 2001. – № 39. – 26 июня. — С. 2-3

китайскими компаниями и лишь через пять лет они получают возможность работать по всем видам операций, в том числе и с физическими лицами (т. е. им фактически будет предоставлен «национальный режим»).

Даже в развитых странах часто во внимание принимаются стратегические и иные соображения, ограничивающие иностранное участие. Так в 2004 г. акционеры Дойчебанка не сочли целесообразным продавать свои активы иностранному банку, в результате чего планировавшееся объединение с американской Ситигруп не состоялось³².

Таким образом, в нынешних условиях с учетом объективных различий в экономической мощи представителей российского и иностранного финансовых секторов равноправие *de jure* не будет означать *фактического* равенства конкурентных возможностей (необходимость чего обосновывается всей идеологией международных организаций).

О ВТО

Следует указать на то обстоятельство, что бизнес-сообщество в целом и банковское сообщество в частности достаточно внимательно подходило к формированию своей позиции по переговорам о вступлении в ВТО. Банки понимали, что нельзя стоять в стороне от глобальных международных процессов и что при правильном позиционировании и взвешенной переговорной позиции российский бизнес должен укрепить свои позиции на мировых рынках и внутри страны.

При этом банки понимали, что сбалансированное открытие национального рынка для прямой конкуренции со стороны иностранных банков может оказать определенное положительное воздействие на банковский сектор.

³² Оверченко М. Защитите Deutsche Bank!// Ведомости. – 2004. – 19 марта. – С. Б5.

Мы уже указывали, что возможное повышение капитализации и емкости банковской системы за счет средств иностранных банков, в целом для экономики будет означать расширение иностранных инвестиций и увеличение финансовых ресурсов и объектов финансирования.

За счет повышения конкуренции возможно повышение качества и снижение стоимости банковских услуг, внедрение передовых технологий, ноу-хау и т.д.

Поэтому целесообразность иностранных инвестиций выглядят оправданной, особенно в условиях, когда эффективно действуют национальные рычаги формирования денежных ресурсов, сложилась национальная банковская система, опирающаяся на собственную и достаточно емкую ресурсную базу, эффективно действуют денежно-кредитные механизмы (рефинансирования и т.д.).

В условиях же низкой монетизации экономики, и при том, что внутренние инструменты расширения денежного предложения практически не используются, то опора на внешние ресурсы в таких условиях поставит иностранные банки в заведомо более благоприятное положение - поскольку возможность получения ими финансовых ресурсов на своих рынках естественно выше, чем у российских банков. Адекватных механизмов рефинансирования внутри, которые могли бы компенсировать отечественным банкам подобные перекосы отсутствуют, что делает проблему создания равных конкурентных условий (о чем часто говорят многие международные организации) более острой.

Немного о "равных конкурентных условиях"

В марте 2004 г. очередной виток торговых споров между США и ЕС привел к тому, что Евросоюз ввел дополнительные пошлины на американские товары. Причиной было объявлено

предоставление Соединенными Штатами налоговых льгот своим экспортерам. При этом форма поддержки носила довольно завуалированный не прямой характер, фактически являясь скрытыми субсидиями. Согласно американскому Закону об экспортных корпорациях американские экспортеры могли в ряде случаев использовать механизмы созданных офшорных фирм, на счета которых перечислялась экспортная выручка, выводившаяся таким образом от уплаты налогов в США. Это, по мнению экспертов, создавало для американских компаний более благоприятные условия по сравнению с европейскими и было признано достаточным основанием для принятия ЕС необходимых выравнивающих шагов.

Действительно, идеология международных механизмов вполне оправданно оперирует понятием равных конкурентных возможностей, осуществляя сравнения юридического (т.е. формального, внешне выглядящего одинаковым) равенства и фактического равенства, которое учитывает весь комплекс условий, формирующих конкурентную среду (эти принципы, например, раньше были сформированы в рамках некоторых подходов предшественника ВТО - Генерального Соглашения по тарифам и торговле - ГАТТ и Североамериканского соглашения по свободной торговле - НАФТА).

Хотелось бы в этой связи отметить, что данные подходы выглядят вполне оправданными. И с учетом трактовки скрытых форм поддержки и других факторов, могущих создать неравные конкурентные условия, возникает большой перечень вопросов, которые необходимо принимать во внимание при выстраивании нашей переговорной позиции в рамках ВТО.

1. Как, например, трактовать огромные различия, существующие между российскими и иностранными банками, когда суммарные активы всей банковской системы России составляют в настоящее время около 180 млрд. долл., что в несколько раз меньше активов одного любого крупного западного банка (Дойчебанк, Митсубиси и др.)?

Очевидно, что такие банки, получающие широкий доступ на российский рынок финансовых и банковских услуг, будут опираться на ресурсы материнского банка, а также на его международную банковскую инфраструктуру. Сопоставимых возможностей у российских банков нет.

Напомним, что когда на банковском рынке ситуация с ликвидностью стала более напряженной к лету 2004 г. это естественно вызвало отток банковских вкладов из российских банков. При этом иностранные банки могли пользоваться ресурсными возможностями материнских банков для поддержания ликвидности. По заявлению руководства российского отделения Райффайзен банка, их банк имеет гарантию от материнского банка, которая покрывает их обязательства перед частными вкладчиками. По словам российского руководства банка, "по первому требованию мы (т.е. банк. - М.Е.) можем получить от акционеров эту сумму, которая при необходимости покроет наши обязательства перед населением. Например, если на рынке будет кризис ликвидности или отток клиентских средств"³³.

При этом понятно, что наличие у банков необходимых финансовых ресурсов является одним из важнейших условий, обеспечивающих выполнение банком своих экономических функций сохранения своих позиций на рынке.

Причем для экономики в целом доля активов банковской системы в ВВП для России находится на уровне около 40% , тогда как в большинстве ведущих стран (Германия, Япония, Великобритания, Швейцария и др.) указанное соотношение активы/ВВП составляет 200-300%. В США этот показатель для кредитных институтов находится на уровне 350%.

Напомним, что и данные табл. 3.10, табл. 3.11 рис. 3.5 фактически говорят об одной и той же проблеме - недокапитализированности экономики.

³³ Ведомости. 02.09.2004.

Таблица 3.11

**Отношение объема активов банковской системы
к ВВП страны, 2003 г., %**

	Россия	США	Германи я	Япония	Еврозон а
Активы/ВВП	40	67	265	76	262

Источники: Бюллетень банковской статистики, Federal Reserve Bulletin, Economic and Social Research Institute (Government of Japan), Bank of Japan, OECD, Deutsche Bundesbank Monthly за соответствующий период.

2. Как, далее, трактовать уже упоминавшееся нами обстоятельство, что в периоды банковских кризисов банковским системам многих стран была оказана мощная государственная поддержка, достигавшая 10%-50% ВВП, тогда как в России на эти цели было потрачено 0.3% ВВП (т.е. в 100 раз меньше)?

3. Как трактовать тот факт, что условия для поддержания текущей операционной деятельности для российских банков очевидно более жесткие, чем у их потенциальных и нынешних конкурентов? Так, например, начисления в Фонд обязательных резервов составляли у нас долгое время (до лета 2004 г.) не менее 7-9%, тогда как в еврозоне по 40% пассивов вообще не начисляются резервы, а по остальным норма резервирования составляет 2%. Аналогично, в США и Великобритании по целому ряду пассивов резервы либо минимальны, либо не начисляются вообще (причем, в Великобритании это распространяется на все ресурсы).

Кроме того, для материнских банков в ряде стран предусматривается возможность использования средств, находящихся в обязательных резервах. В некоторых случаях по резервам, размещенным в центральных банках, начисляются проценты. Такие условия еще более облегчают мобилизацию средств для иностранных банков на российском рынке. Российские банки подобными возможностями также не располагают.

4. Как, наконец, оценивать столь важный фактор, как цена финансовых ресурсов, которая напрямую зависит от ставок рефинансирования, которые в других странах активно используются как рычаги поддержки экономики и бизнеса? В этой связи напомним, что в ФРС с 2001 года 13 раз снижал эту ставку, которая находилась более года - до лета 2004 года на самом низком за последние 40 лет уровне - 1%, что даже ниже темпов инфляции. Другими словами ФРС оказывает столь мощную поддержку экономике и финансовому сектору, по сути, предоставляя им "льготный" кредит. В России, напомним, ставка рефинансирования составляла в течение 2004 г. 14-16 %, существенно превышая инфляцию.

Очевидно, что иностранные дочерние банки, работающие на российском рынке, могут опираться на более мощную и дешевую ресурсную базу материнских банков и их экономик в целом, что еще больше осложняет возможности равной конкуренции для российского банковского сектора.

В таких условиях естественно, что российские банки поддерживают идеологию обеспечения **реально равных** конкурентных условий. По аналогии с боксом - формально правила одинаковы для всех, однако на один ринг не ставится супертяжеловес и спортсмен полулегкого веса. При этом (с учетом разницы норм регулирования банков) у спортсмена полулегкого веса на ногах одеты более тяжелые ботинки, ограничивающие его подвижность. Когда при этом сторонниками либерализации, несмотря ни на какие объективные факторы, опять по аналогии со спортом, приводится довод о том, что чем жестче условия, тем более искусным получится в итоге спортсмен, то почему-то остается без внимания тот факт, что после первых же минут (если не секунд) описываемого выше боя, спортивная карьера более легкого спортсмена может закончиться навсегда. Результаты конкуренции в Восточной Европе являются наглядным подтверждением нашему условному сравнению.

Поэтому следует признать, что в конечном итоге речь идет о сохранении национальной банковской системы как системообразующего фактора российской экономики. И если мы хотим иметь национальную финансовую систему, где центральное место занимают национальные участники, где ведущую регулирующую роль играют национальные денежные власти и где приоритеты национального развития ставятся во главу угла, необходимость крепкой и динамично развивающейся отечественной банковской системы очевидна.

Руководствуясь "духом" идеологии ВТО о "равных конкурентных возможностях" следовало бы рассмотреть весь имеющийся набор средств, приводящий к такому выравниванию.

Рычаги выравнивания: инструментарий ВТО

и предложения банков

При обосновании указанных шагов, можно было бы, по аналогии, сослаться на применяемую в ВТО практику так называемых **компенсационных мер**, распространяющихся на торговлю. Эти меры, по сути, носят выравнивающий характер и допускают использование импортных пошлин, если иностранные производители использовали субсидии в отношении экспортируемой продукции.

И хотя по "букве" речь в данном случае не идет о субсидиях иностранным банкам, по "духу" и общему смыслу указанная аналогия может вписываться в рамки рассматриваемых банковских вопросов.

В общем виде понятие "компенсационных мер" по услугам рассматривается в статье XV ГАТС.

Также следовало бы опираться на некоторые оценки, иногда применяемые в рамках ВТО, в частности, критерий "**молодых отраслей**", допускающий возможность ограничений для защиты

финансовых компаний и финансовых рынков, находящихся на стадии развития.

Существует также возможность использования принципов **"благоразумного отклонения"**, допускающих возможность применения особых подходов к регулированию финансовых услуг, и отклоняющихся или выходящих за рамки обязательств по ГАТС, с целью защиты инвесторов, вкладчиков или обеспечения целостности финансовой системы.

Применительно к банковскому сектору, использование указанных подходов целесообразно рассматривать более широко, давая возможность не только банкам входящей стороны, но и банковскому сектору принимающей стороны пользоваться такими рычагами.

При оговорке взаимных уступок следует исходить как из соображений паритетности и взаимности (в смысле буквы закона, *de jure*), так и с точки зрения качественных оценок взаимных мер, с точки зрения равнозначности их воздействия на принимающую экономику (т.е. уже упоминавшийся фактический эффект). Применительно к поставщикам услуг допускается использование особого к ним отношения для того, чтобы поставить их в равное фактическое положение, несмотря на равенство *de jure*. Логика, содержащаяся в подходе к данному вопросу, целесообразно, во-первых, распространить и на принимающую сторону, и, во-вторых, необходимо аргументировать, что с качественной точки зрения доступ российских банков на иностранные рынки в состоянии оказать гораздо меньшее воздействие на конъюнктуру и положение на этих рынках, чем доступ иностранных банков в Россию, что требует использования рычагов, выравнивающих качественные различия.

В этой связи банками предлагался комплекс мер, который мог бы способствовать их подготовке к полномасштабной конкуренции. В частности, речь шла о следующих возможных мерах:

1. Установление переходного периода на срок не менее 10-15 лет после вступления России в ВТО, в течение которого Россия могла бы воспользоваться мерами по ограничению доступа иностранных банков на рынок банковских услуг и адекватно подготовиться к полномасштабной конкуренции.

При этом сам по себе переходный период ничего не даст, если одновременно не будут целенаправленно использоваться меры по укреплению банков.

2. Определение механизмов регулирования доли иностранных банков в капитале российской банковской системы, в том числе путем введения квоты.

При определении размеров квоты необходимо учитывать прямые и опосредованные формы иностранного участия. Квота должна устанавливаться на уровне, обеспечивающем экономическую безопасность РФ.

Напомним, что, согласно ст. 18 Федерального закона "О банках и банковской деятельности", квота участия иностранного капитала в банковской системе устанавливается федеральным законом. Однако такой закон принят не был. Существовали некие показатели рекомендательно характера, устанавливавшие уровень иностранного присутствия на уровне 12%. Они, однако не носили обязательного характера и даже на определенных этапах (в период дефолта) превышали 20%.

В этой связи банки подчеркивали необходимость подготовки и принятия Федерального закона (о квоте), который бы четко фиксировал уровень иностранного участия, причем во всех формах такого участия - прямого и косвенного. На внеочередном съезде Ассоциации российских банков (2002 года) уровень квоты был предложен в размере 15%.

При этом речь может вестись не только о квотах, регулирующих степень присутствия на рынке. По международному опыту (например, Японии начала 1980-х гг.) можно рассмотреть возможности квотирования определенных видов операций. Там,

напомним среди прочего вводились квоты на объем иностранной валюты, разрешенной для обмена в иены и устанавливался потолок на суммарную валютную позицию для иностранных банков).

При дискуссии по указанному вопросу обычно говорится о том, что за последние годы уровень иностранного присутствия не превышает 5-7%, а потому все опасения относительно быстрого вхождения иностранных банков - беспочвенны. Такие возражения представляются неоправданными, по крайней мере, по двум соображениям.

Во-первых, переговоры всегда следует начинать с более жестких подходов, чтобы затем, добиваясь взаимных послаблений, имея таким образом простор для маневра. Если свои позиции уступить еще до переговоров, то это будет выглядеть, по меньшей мере, странно, и рассчитывать в итоге на реальные встречные уступки вряд ли возможно.

Во-вторых, при кажущейся "условности" указанной проблемы в настоящее время, возникает еще один вопрос: Если проблема не актуальна и иностранные банки идти все равно не хотят, почему же тогда по данному вопросу оказывается такое давление на переговорах, где иностранными участниками постоянно подчеркивается необходимость либерализации доступа на российский финансовый и банковский рынок? При этом заинтересованность столь высока, что в обмен высказывается даже готовность на смягчение их позиций по другим вопросам, касающихся в том числе реального сектора. Очевидно, что на данном этапе для иностранных участников важно максимально зафиксировать для себя "правила игры" в такой стратегически важной сфере, чтобы затем, при необходимости, иметь возможность быстро увеличить свое присутствие на рынке. А все те уступки, которые могут при этом быть сделаны реальному сектору, легко можно будет тогда компенсировать условиями выдачи кредитов (в том числе, накладывая, например, дополнительные требования по закупке товаров с определенных

рынков или у конкретных компаний так или иначе аффилированных с банком-кредитором и многое другое).

3. Осуществление деятельности только в форме российского юридического лица, запрещение открытия филиалов иностранных банков. Филиалы в полной мере опираются на ресурсы головной конторы, а потому, по сути, заключают в себе весь потенциал материнского банка.

Кроме того, они фактически регламентируются законодательством страны пребывания, а потому в меньшей степени могут регулироваться местными законами.

4. Необходимо установление представительства (квот) российских граждан в штате и руководящих органах банков с иностранным участием.

5. Необходимо использование норм российского антимонопольного законодательства, направленных на обеспечение равных конкурентных условий участников.

6. Тщательный контроль и регулирование практики оказания банковских услуг в трансграничной форме, лишь постепенный допуск к операциям с физическими лицами (например, после определенного периода работы на российском рынке)

7. В соответствии с международным опытом использовать при необходимости рычаги денежно-кредитной и финансовой политики, которые будут способствовать уменьшению различий ведения бизнеса. Сюда могут в первую очередь относиться меры по снижению ФОР и ставок рефинансирования. Параллельно с этим по опыту еврозоны следует рассмотреть возможность "дифференцированной трактовки" финансовых потоков. Напомним, что по практике, используемой в еврозоне, финансовые ресурсы, привлекаемые извне, могут подлежать более высокому резервированию, чем ресурсы, поступающие из внутренних источников. Другими словами, для всех, кто в своей текущей деятельности хочет опираться на внешние рынки, цена ресурсов

становится более дорогой. В результате иностранные банки, действующие в еврозоне, вынуждены в меньшей степени опираться на ресурсы материнских банков.

При осуществлении текущих подходов необходимо формальное соблюдение взаимности и паритетности. Такая паритетность может касаться и количественных показателей взаимного присутствия на рынках друг друга (сколько банков из конкретной страны находится на российском рынке, на такое же количество могут претендовать и российские банки). Аналогично необходимы одинаковые требования по техническим вопросам (представлению документов, отчетности и т.д.) Так, например, если российским банкам, желавшим оформить свое присутствие за рубежом, предлагалось представить подробную информацию о банке, его акционерах (до нескольких уровней акционерного участия, т.е. информацию о том кто является акционером у самих акционеров до четвертого уровня участия), то аналогичные подходы следует применять к банкам из таких стран в России. По всем другим вопросам также следует придерживаться принципа взаимности и паритетности (который, кстати, всегда широко использовался в международной практике).

В целом подобные «выравнивающие» меры должны были бы поставить российские и иностранные банки в равные стартовые условия конкуренции, что соответствует и идеологии ВТО, и идеологии "свободного рынка" в целом. При этом еще раз подчеркнем, что регулирующие меры будут иметь эффект, если при этом будут осуществляться шаги по укреплению банков, которые подготовят их к серьезной международной конкуренции.

Ожидания и реальность

На деле события, однако, стали развиваться по иному сценарию. Несмотря на опасения, были, как уже говорилось, либерализованы трансграничные операции. К работе с физлицами были допущены иностранные банки. Квота вновь сохранила свой

рекомендательный характер. Все это происходило в преддверии и на фоне "глобальных" договоренностей и решений о вступлении России в ВТО и углубления интеграции.

В результате всех "новаций" на рынке стали отмечаться некоторые настораживающие тенденции. Так, в частности, данные, опубликованные Банком России, говорят о существенном приросте внешней задолженности российского финансового и нефинансового сектора за 2003 год.

Прирост внешнего долга действительно происходит стремительными темпами. За 2003 год внешний долг банковского сектора возрос более чем на 70% и составил к январю 2004 г. более 24 млрд. долл. Внешняя задолженность нефинансовых предприятий также возросла более чем на 50%, достигнув 50 млрд. долл.

Очевидно, что эти тенденции объясняются в первую очередь двумя факторами - дешевизной ресурсов на внешних рынках, а также возможностями для российских участников заимствований напрямую на внешних рынках у нерезидентов, т.е. осуществления так называемых "трансграничных операций".

Действительно, на внешних рынках есть длинные деньги, которые, как и короткие ресурсы стоят там менее дорого, чем на российском внутреннем рынке. Наличие в западных экономиках длинных денег - это отдельный системный вопрос (к которому мы будем еще не раз возвращаться). Он объясняется, в частности, такими подходами в экономической политике, при которой национальные центральные банки, находясь у истоков формирования денег, осуществляют эмиссию в первую очередь на основе долгосрочного кредитования (эмиссии) для финансирования национальных экономических приоритетов.

Что касается цены ресурсов, то и здесь многое объясняется задачами экономической политики. В целях стимулирования экономического роста в ряде ведущих стран были существенно снижены ставки рефинансирования. В США, в частности, они в течение многих месяцев находились на уровне ниже темпов

инфляции и составляли 1%. И даже когда ставки стали понемногу увеличиваться (с лета 2004 г.) они все равно были ниже инфляции, то есть ФРС для стимулирования экономики оказывал ей существенную поддержку. У нас ставка рефинансирования значительно выше инфляции.

Именно поэтому российский финансовый и нефинансовый сектор активно опирается на выпуск евробондов, кредитных нот, привлечение синдицированных займов с внешних рынков. Обратной стороной этого процесса является рост внешней задолженности на корпоративном уровне, а в более системном плане - увеличение "валютной уязвимости" российской экономики в целом. Уязвимости, при которой любые внутри- или внешнеэкономические проблемы (падение цен на нефть, обесценение рубля и т.д.) могут поставить банковскую систему перед проблемой платежеспособности и вызвать серьезный системный кризис.

Напомним в этой связи несколько фактов, предшествовавших дефолту 1998 г. Тогда ресурсы на внешних рынках были также гораздо дешевле, чем внутри, что заставило и компании, и банки, и бюджет обращаться именно к внешним источникам. Был существенно либерализован рынок ГКО (введено правило "Т+1", предполагавшее репатриацию валюты фактически на третий рабочий день после принятия решения о репатриации). Фактически не работали и играли чисто условную роль внутренние механизмы формирования денежного предложения - как и сейчас вся эмиссия осуществлялась под приток иностранной валюты. Валютные резервы сейчас конечно на порядок выше, чем это имело место к 1998 году. Однако при этом отмечается еще большая сырьевая ориентация нашей экономики, увеличение зависимости от внешней конъюнктуры, неадекватные механизмы управления рублевой экономикой.

Согласно оценкам Всемирного банка, экономический рост в России "по-прежнему в большой степени зависит от цен на нефть и газ"³⁴.

При этом доля сырьевых товаров в российском экспорте постоянно возрастает (см. табл. 3.12).

Таблица 3.12

Товарная структура экспорта Российской Федерации

	Структура, %						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Всего:	100	100	100	100	100	100	100
Минеральные продукты:	49	43	45	54	55	55	58
В том числе:							
-топливно-энергетические товары	47	42	44	53	54	55	57

Источник: материалы Госкомстата за соответствующие периоды.

Сам Банк России признавал, что основным источником увеличения денежного предложения продолжает оставаться покупка Банком России иностранной валюты. "Такая система управления не позволяет взять под полный контроль динамику денежно-кредитных показателей... Причина этого кроется в том, что приток или отток ликвидности по линии интервенций Банка России на валютном рынке напрямую зависит от колебаний внешнеэкономической конъюнктуры"³⁵.

В результате возможности для неэкспортных отраслей продолжают оставаться крайне ограниченными, а внутренние механизмы управления рублевой экономикой работают слабо или вообще не работают.

Так, ставки рефинансирования играли и продолжают играть чисто условную, скорее статистическую, чем экономическую

³⁴ Доклад об экономике России. Представительство Всемирного банка в России. Октябрь 2002 г.

³⁵ Вопросы экономики. 2002. С.6.

роль, не формируя рынок, а лишь следуя за ним. Аналогично и механизмы рефинансирования за ненадобностью практически не использовались, поскольку участники рынка выталкивались во внешнюю сферу для получения ресурсов, которые потом в реальную экономику не шли, а размещались в ограниченном круге финансовых инструментов (ГКО-ОФЗ). Результатом был резкий прирост внешнего долга государственного и частного сектора к 1998 г. (табл.4.7).

В своей книге, вышедшей сразу после кризисных событий 1998 г., мною делались оценки, того, с какими рисками придется сталкиваться участникам рынка в пост-кризисной среде и на какие долгосрочные системные тенденции следует в первую очередь обратить внимание: "Если при этом ещё будут осуществлены меры, направленные на либерализацию доступа иностранных участников на российский рынок финансовых услуг, как это предполагается, в частности, условиями Всемирной торговой организации (ВТО), то такое развитие событий приведет к тому, что и в ресурсном плане (с точки зрения источников роста, финансирования экономики), и в институциональном аспекте (с точки зрения состава участников) на российском финансовом рынке и в ряде других секторов экономики будут преобладать позиции иностранных участников.

Это, естественно, будет означать и перенос центра тяжести в возможности влиять на экономическую ситуацию в целом, поскольку указанные финансовые ресурсы будут находиться под контролем таких участников, а по мере увеличения монетизации эта величина будет иметь всевозрастающую долю в денежной массе со всеми вытекающими из этого возможностями влиять на котировки, цены, курсы, да и вообще определять приоритетность экономического развития.

С учетом того, что ещё отмечается и недооценка внутренних активов, такие международные компании получают и куммулятивный эффект от недооценки рубля по капитальным

операциям и недооценки активов, более легко поставив эти активы под свой контроль."³⁶

Отметим, что к середине 2000-х гг. российским банкам пока удается сохранять свои позиции на российском рынке. Как представляется, это в первую очередь связано с некоторой сохраняющейся пока настороженностью иностранных участников. Так по оценкам международных экспертов, "долгосрочный потенциал российского банковского сектора огромен, но его реализация связана с многочисленными рисками"³⁷. Однако стоит обратить внимание на то, сколь быстро и масштабно начинает отмечаться присутствие многих ведущих иностранных банков в России.

Еще раз напомним и о том, как быстро иностранные банки стали полностью доминировать в экономиках большинства восточноевропейских государств (хотя сначала их там тоже практически не было).

Завершая рассмотрение данной проблемы, укажем на несколько очевидных обстоятельств, о которых почему-то часто не принято говорить. С учетом того огромного обеспечения природными ресурсами, которыми располагает Россия и которые сопоставимы с ресурсным обеспечением всех стран ВТО вместе взятых, совершенно очевидно, что Россию в ВТО примут. Страны-члены ВТО не могут оставить без внимания тот огромный потенциал и те огромные возможности, которые откроются для членов организации в результате полномасштабной интеграции и открытости экономики России. В конечном итоге ВТО больше заинтересована в России, чем Россия в ВТО (хотя конечно это встречный процесс и при его правильной и взвешенной организации выиграть должны все стороны).

³⁶ Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). – М., 2000. – С. 316.

³⁷ Standard and Poor's. 07.09.2004. P.1.

А то, что мы наблюдаем на данном этапе переговоров - это нормальный политико-экономический прессинг, который присущ всем международным переговорам и который оказывается на любую принимаемую страну с тем, чтобы "выжать" максимум возможного от вступающего государства, заставив его пойти на максимальные уступки, предупреждая, при этом, что в противном случае вступление может не состояться. При этом если страны Запада почувствуют, что их позиция может действительно подтолкнуть Россию к пересмотру в принципе своих подходов и само вступление станет проблематичным, то, как представляется, все требования будут резко смягчены. И если в ходе переговоров Россия будет прочно отстаивать те позиции, которые для нее крайне важны (цены на энергоносители, сельское хозяйство, финансы и т.д.), то очень вероятно, что в конечном итоге такие претензии со стороны западных государств будут сняты, чтобы облегчить возможности приема России в ВТО.

Поэтому нам нужно четко формулировать свои приоритеты, чтобы в результате вступления российская экономика не потеряла контроль за наиболее важными, стратегическими областями и в целом могла бы упрочить свои внутренние и внешние позиции

Разумный баланс во многом зависит от того, сколь взвешенной и скоординированной является финансовая и денежно-кредитная политика и каковы возможные стабилизирующие рычаги, которые позволили бы национальной финансовой системе укрепиться, не допуская при этом разрушительного воздействия глобальной среды.

Это особенно важно на данном этапе развития глобальных процессов, когда при одновременном увеличении потенциала переброски огромных ресурсов и за короткие промежутки времени, также часто отмечается уменьшение возможностей использования национальных рычагов регулирования и валютного контроля, которые могли бы при необходимости использоваться для того чтобы не допустить или смягчить негативные явления и стабилизировать ситуацию. Собственно одним из условий

вступления в ВТО и является осуществление мер, предполагающих либерализацию валютного и финансового режима в соответствующих "странах-претендентах".

Поэтому следует очень четко формировать свои подходы, чтобы сохранить за собой тот необходимый набор инструментов и механизмов, который обеспечивал бы запас прочности по мере более глубокой вовлеченности нашей страны в интеграционные процессы.

Также важно еще раз внимательно проанализировать накопленный "кризисный опыт" как в мире, так и у нас, чтобы в будущем более четко контролировать источники формирования кризиса и более эффективно использовать рычаги, минимизирующие его последствия. В этой связи необходимо еще раз вернуться к опыту 1998 г.

ГЛАВА 4

ОБ ОПЫТЕ 1998 Г.

Либерализация цен привела к тому, что их рост значительно обогнал рост денежной массы, что вызвало ее реальное сжатие. Так, за период 1992–1998 гг. индекс потребительских цен и индекс-дефлятор ВВП возросли примерно в 2400–2500 раз, тогда как агрегат денежной массы М2 увеличился за тот же период примерно в 280 раз. В результате реальная денежная масса (т.е. с поправкой на рост соответствующих цен) сократилась более чем в 8 раз (табл. 4.1).

Таблица 4.1

Показатели денежной массы за 1992–1998 гг.

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 *
М2, трлн. руб.	1,32	8,55	38,26	103,83	220,8	295,2	374,1	452,5
М2, трлн. руб. в ценах 1991 г.	1,32	0,53	0,24	0,16	0,12	0,12	0,12	0,13
Индекс- дефлятор ВВП, в размах (1991 г. = 1)	1	16	157	645	1808	2530	3036	4281

*Без учета деноминации.

Рассчитано по: Вестник Банка России за соответствующие периоды, Россия в цифрах. М.: Госкомстат, 1997.

При этом не произошло адекватного увеличения скорости оборачиваемости денег, которая могла бы компенсировать сжатие. Более того, с учетом отмечавшихся частых задержек с переводом средств, осуществлением платежей и т.д. скорость оборота для экономики в целом даже несколько замедлилась (при всей условности этого показателя в российских условиях в принципе, когда лишь около 20% экономики обеспечивалось “живыми” деньгами, а 80% операций осуществлялось без их участия).

Ситуация еще более усугубилась тем, что в результате политики приватизации на денежную массу, которая до этого традиционно обслуживала текущие операции (расчеты между предприятиями, операции на потребительском рынке и т.д.), стала ложиться дополнительная нагрузка по обслуживанию и обеспечению ликвидности принципиально нового сегмента рынка — акций, облигаций и т.д., ранее не являвшихся объектами сделок, а потому не обслуживавшихся денежной массой.

Поскольку приток дополнительных активов на рынок не сопровождался приростом в объеме денежной массы, то, очевидно, что возникновение новых объектов купли-продажи, во-первых, привело к еще большей нагрузке на денежную массу и, во-вторых, обусловило недооценку и низкую ликвидность фондового рынка.

В результате сжатия денежная масса составляла менее 15% ВВП при том, что в развитых странах эта величина колеблется в диапазоне 60–100%, и даже в государствах с переходной экономикой — 25–30% (табл. 4.2).

При этом для реальной экономики проблема выглядела еще более остро, поскольку часть этих денег утекала на обслуживание теневого оборота.

Если мы рассмотрим количество денег с учетом валютных вкладов населения, а то и в этом случае их доля в обслуживании ВВП принципиально не увеличится (табл. 4.3).

Таблица 4.2

**Доля денежной массы (агрегат М2) в ВВП ряда государств,
1991–1997 гг.***

Страна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Россия	0,94	0,45	0,22	0,17	0,14	0,13	0,15
Великобритания	0,88	0,86	0,86	0,93	0,88	0,92	0,92
США	0,57	0,55	0,54	0,51	0,50	0,50	0,50
Франция	0,42	0,40	0,40	0,41	0,42	0,41	0,45
Италия	0,57	0,54	0,54	0,52	0,47	0,46	0,41
Германия	0,35	0,36	0,38	0,39	0,35	0,35	0,35
Колумбия	0,31	0,33	0,36	0,39	0,39	0,39	–
Бразилия	0,23	0,37	0,48	0,21	0,17	0,21	0,23
Япония	1,06	1,05	1,07	1,10	1,11	1,09	1,10
Китай	0,92	1,05	1,36	1,59	1,86	2,13	2,36

* В качестве показателя, характеризующего достаточность денег в экономике, используется соотношение М2/ВВП страны.

Источник: International Financial Statistics и Вестник Банка России за соответствующие периоды.

Таблица 4.3

**Доля денежной массы с учетом валютных вкладов
(агрегат М2Х) в ВВП для ряда стран, 1991–1997 гг.**

Страна	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Россия	0,67	0,31	0,24	0,21	0,16	0,17	0,17
Великобритания	0,92	0,96	0,95	0,96	1,03	1,09	1,06
США	0,66	0,63	0,61	0,58	0,58	0,59	0,59
Финляндия	0,60	0,61	0,62	0,59	0,58	0,54	0,51
Греция	0,48	0,43	0,41	0,40	0,43	0,43	0,45
Польша	0,32	0,36	0,36	0,37	0,36	0,38	0,40
Чехия	–	–	0,70	0,73	0,80	0,75	0,71

Рассчитано по: International Financial Statistics и Вестнику Банка России за соответствующие периоды.

Что касается использования валюты, находящейся на руках (составляющей, по оценкам, до 60 млрд.долл.), то учет этого фактора, представляется, также не оказывал существенного эффекта с точки зрения рассматриваемого вопроса из-за ряда обстоятельств. Во-первых, большая часть этой валюты использовалась как средство накопления и не поступала в деловой оборот. Во-вторых, та валюта, которая все-таки направлялась на платежи, обслуживала, как правило, теневую экономику, не учитываемую официальной статистикой, и в официальном ВВП не происходило увеличения ресурсов. И, наконец, в-третьих, если валюта поступала на обслуживание некоторых операций официального ВВП, то речь шла, как правило, о таких операциях, учитываемая стоимость которых занижена (недвижимость и т.д.).

Таким образом, увеличение денежной массы на сумму неучтенной валюты одновременно увеличивает и обслуживаемый ею ВВП — с учетом добавления теневой части валового продукта, а также до оценки его официального компонента³⁸. Это фактически говорит о том, что дополнительная ликвидность в обслуживании немонетизированных операций при создании официального ВВП не поступает.

Также за счет того, что на обслуживание теневой экономики утекает часть наличных денег, увеличивается их доля в денежной массе и перекрывается возможность мультипликационного роста ликвидности. Косвенным подтверждением этого является то, что величина мультипликатора в российской денежной массе составляет всего около 2–2,5, тогда как в экономиках с нормальным уровнем монетизации она колеблется в диапазоне 8–10.

Очевидно, что нехватка денег (согласно “классическим” законам рынка) обусловила их дороговизну. Как известно, на отдельных этапах (в преддверии 1998 г.) ставка

³⁸ Те же оговорки применимы и к расчетам с использованием офшорных схем.

рефинансирования и ставки на рынке межбанковских кредитов превышали 100% (см. рис. 4.1).

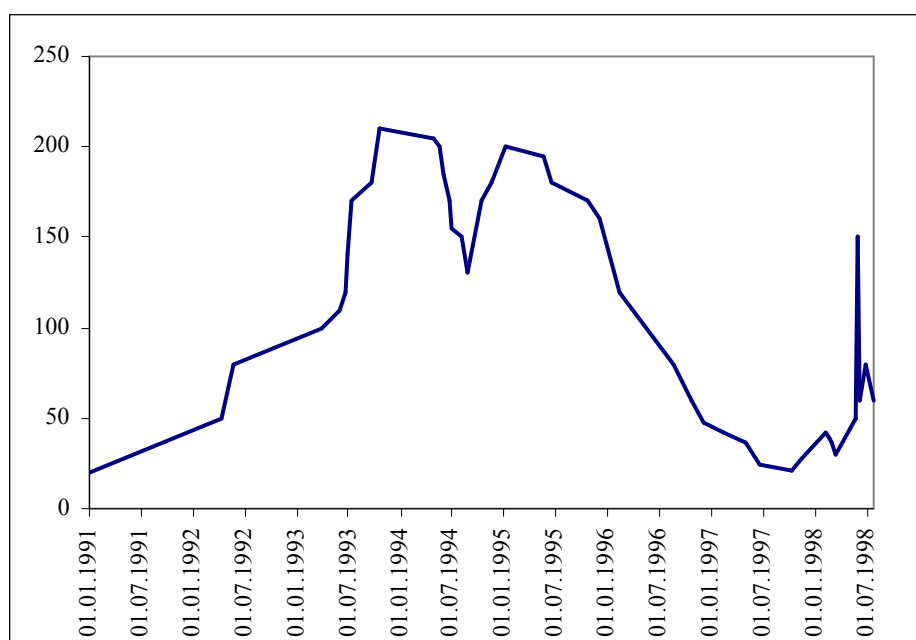


Рис 4.1 Уровень ставки рефинансирования (1991-1998 гг.)

Источник: Банк России за соответствующие даты.

При рентабельности большинства рублевых инвестиционных проектов, находящейся в пределах 25%, ни один инвестиционный проект не позволял предприятиям или банкам окупать привлеченные средства с денежного рынка по ставкам, в несколько раз превышающим уровень рентабельности (мы здесь заведомо не касаемся проблемы инвестиционных рисков, возвратности средств, качества залога и т.д., поскольку при всей своей важности они носят второстепенный характер относительно таких основополагающих проблем, как объемы, сроки и стоимость инвестиционных ресурсов). Кроме того, объемы средств, которые можно было получить на внутреннем рынке в таких условиях, были недостаточны для осуществления сколько-нибудь крупномасштабных инвестиций. Ресурсы при этом носили краткосрочный характер, поскольку были сориентированы на краткосрочные параметры доходности, которые определялись денежными ограничениями. В тех же случаях, когда предприятия

и получали инвестиционные кредиты, средства часто использовались ими не на цели инвестирования, а на пополнение оборотных средств, что было для них более актуально.

Иногда при обсуждении вопросов о необоснованно завышенном уровне ставки рефинансирования, и в первую очередь ломбардного кредитования (инструмента, позволявшего банкам заимствовать средства у ЦБ под обеспечение ценными бумагами), приводился довод о том, что ставки являлись оправданными и носили "объективный" характер, поскольку отражали спрос на денежные ресурсы, а потому являлись "равновесными", т.е. приводили в соответствие предложение денег с имеющимся спросом. Поэтому, утверждали сторонники таких доводов, нельзя было говорить о недостаточности денег для экономики, так как все, кто хотел, могли получить их по таким равновесным ставкам.

Необоснованность подобной логики очевидна. Если вспомнить историю формирования валютного рынка и проводившихся валютных аукционов в конце 1980-х годов, то можно увидеть очень схожую аналогию при установлении курса рубля к доллару на таких аукционах. Формально устанавливавшийся на них курс — 15–20 руб. и более за 1 долл. тоже отражал равновесие спроса и предложения на валюту. Именно по такому курсу находилось определенное количество продавцов и покупателей, которые были готовы осуществить куплю-продажу валюты. Однако, как уже было показано, этот уровень отражал эффективность лишь очень узкого набора операций, главным образом в сфере потребительского импорта. Было абсолютно неправильным при этом утверждать, что по такому "равновесному" курсу можно было осуществлять промышленный импорт или любой другой импорт, эффективность которого выходила бы за пределы указанных рамок. И уж тем более нельзя было говорить, что такой маргинальный, предельный курс отражал ценовые соотношения в США и СССР с учетом паритета покупательной способности по широкой "корзине"

промышленных товаров в указанных странах (имея в виду, по сути, фиксированный и дотированный уровень цен в СССР).

Аналогично и в рассматриваемой нами ситуации с денежными ресурсами в 1990-е годы равновесная ставка на такие ресурсы отражала не потребности экономики в этих ресурсах, а ту предельную эффективность, по которой они могли использоваться.

Понятно, что по такой цене окупаемость можно было обеспечить только на краткосрочных операциях финансового рынка. Этому способствовал бурный рост рынка ГКО, который притянул к себе значительную часть имеющихся финансовых ресурсов, тем самым еще больше оголив реальный сектор. К середине 1998 г., в частности, объем рынка ГКО составил свыше 300 млрд. руб. при денежной массе М2, равной около 370 млрд. руб. за тот же период.

Такой перекося ускорил развитие двух встречных процессов - падение экономического роста, с одной стороны, и восполнение недостающей денежной массы различными суррогатами - с другой.

Очевидно, что столь существенное сжатие денежной массы и ее концентрация лишь в одном узком сегменте экономических операций были одними из главных факторов, обусловивших сокращение внутреннего спроса, что усилило экономический спад.

В свою очередь, сжатие денежной массы обусловило и то, что ее недостаток стал восполняться на местах. Возникающие там средства расчетов (векселя и пр.), а также неплатежи, которые, по сути, являлись вынужденным коммерческим кредитом, выдаваемым со стороны продавца неплатежеспособному покупателю, фактически являли собой стихийную эмиссию, минуя каналы ЦБ.

При этом бурный рост неплатежей пришелся как раз на период наиболее интенсивного сжатия денежной массы, что подтверждает вывод о том, что таким образом экономика

пыталась имеющимися у нее способами нейтрализовать отсутствие денег (табл. 4.4).

Таблица 4.4

Неплатежи в Российской Федерации, 1993–1997 гг.

(в трлн. руб.)

	1993	1994	1995	1996	1997
Просроченная суммарная задолженность по обязательствам	17,4	96	250	538	782
В том числе:					
Просроченная задолженность по кредитам банков и займам	1,0	5,6	10,6	23,5	26
Просроченная кредиторская задолженность предприятий и организаций	16,4	90,4	239	514	756

Рассчитано по: Российский статистический ежегодник 1998. М.: Госкомстат России, 1999; Россия в цифрах 1997. М.: Госкомстат России, 1998.

В связи с этим укажем, что неплатежи, при всей их нежелательности, сыграли свою положительную роль. Они, по сути, защитили экономику от полного коллапса и обеспечили осуществление экономических операций, пусть и путем применения таких “нецивилизованных” методов.

Более того, низкая монетизация и слабая связь реальной экономики с финансовым сектором в значительной степени смягчили и остроту финансового шока 1998 г. и спада для экономики, которая смогла быстро восстановиться (рис. 4.2).

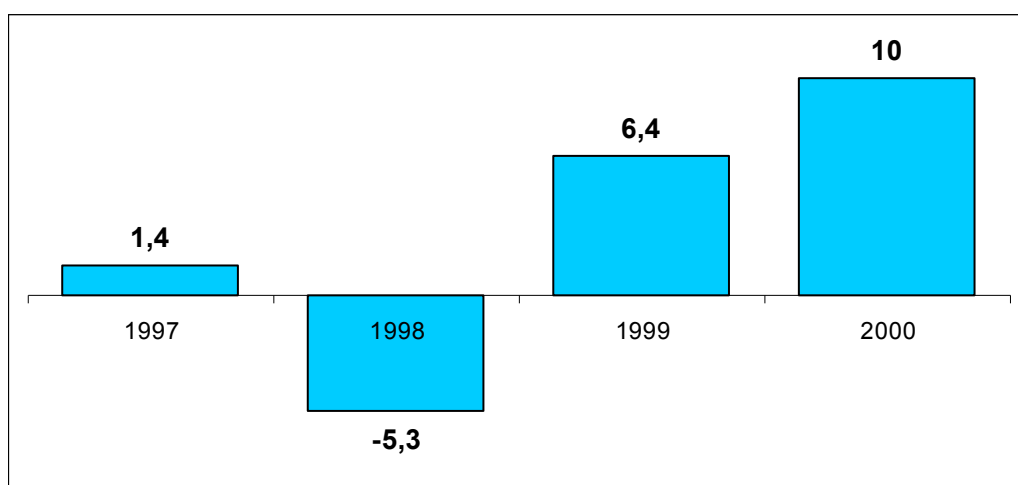


Рис 4.2 Рост ВВП России (1997-2000 гг.)

В книге "Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х)" мной давались следующие оценки ситуации: "Очевидно, что если не будут устранены отмечающиеся перекосы в денежно-кредитной сфере, то многие из перечисленных выше проблем сохранятся. Будет по-прежнему тормозиться развитие инвестиционного процесса, отмечаться сдерживание экономического роста. Сохранятся проблемы неплатежей, низкой исполняемости доходной части бюджета, сбора налогов и т.д. Попытки решить проблему через ужесточение налоговой и платежной дисциплины по отношению к российским предприятиям не снимут вопроса для экономики в целом, поскольку текущая собираемость налогов и осуществление платежей в нынешних условиях возможны только при "монетизации" неплатежей, т.е. при реальном вытеснении неплатежей "живыми" деньгами, с которых будет возможно взимание налогов"³⁹.

³⁹ Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). – М., 2000. – С. 313.

Отсутствие денег усилило и натурализацию обмена — бартерные операции. Несмотря на то, что бартер существовал и раньше, именно в этот период его использование стало повсеместным. Зачастую предприятия шли на это как на вынужденную меру. Довод о том, что предприятия добровольно отказываются от использования “живых” денег для минимизации расходов или налоговых платежей, представляется некорректным. Конечно, возникшие перекосы создали возможности для злоупотреблений. Но как показывает практика, использование бартера вынуждало оценивать товары по более высоким ценам, что увеличивает налогооблагаемую базу, приводит к недоимкам, равно как и применение бумаг для обслуживания оборота ведет к потерям и удорожанию денежных ресурсов для продавцов, которые в большинстве случаев предпочли бы “живые” деньги в качестве платежа за свои товары.

Более того, когда позднее, в 2000-е гг. экономика стала постепенно наполняться “живыми” деньгами это тут же привело к сокращению неплатежей и бартера и росту расчетов денежными средствами. Если бы речь шла о преднамеренных системных перекосах, то бартер и неплатежи остались бы в прежних размерах, а они в результате появления “живых” денег существенно сократились (см. таблицу 4.5).

Таблица 4.5

**Структура расчетов за отгруженную продукцию
(%, 1999-2004 гг.)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004*
Денежные средства	46,6	72,1	77,7	82,0	86,1	87,3
Векселя	19,7	7,7	7,7	6,3	4,6	5,0
Зачеты	21,4	14,0	9,6	7,2	6,3	6,3
Бартер	4,9	2,8	2,4	1,5	0,7	0,8
Прочие	7,4	3,4	2,7	3,0	2,3	0,6

* 1-е полугодие

Источник: Вестник банка России, Госкомстат за соответствующие периоды.

Возникшая тогда столь разнородная структура денежной массы, значительная часть которой, по сути, сформировалась за пределами сферы компетенции ЦБ, естественно, весьма осложнила для последнего задачу эффективного осуществления денежно-кредитной политики, поскольку многие из существующих агрегатов в такой денежной массе не реагируют на традиционные рычаги денежно-кредитной политики.

Сжатие денежной массы привело и к очень важным последствиям с точки зрения усиления роли международных финансовых рынков.

Некоторые внешнеэкономические последствия и их влияние на финансовый сектор

В условиях необходимости “живых” денег и невозможности получить их внутри страны регионы, предприятия и банки были вынуждены выходить на внешние рынки, где ресурсы были дешевле и вплоть до ухудшения положения на мировых финансовых рынках в 1997–1998 гг. более доступны. Привлекаемые таким образом средства частично восполняли недостающую внутреннюю денежную массу в масштабах экономики в целом. При этом, однако, рос внешний долг — на федеральном, региональном и корпоративном уровнях.

Начиная с середины 1990-х годов, российские юридические лица стали активно привлекать различные финансовые инструменты — депозитарные расписки, еврооблигации и т.д. для получения ресурсов. В значительной степени это было связано либо с невозможностью получить деньги из бюджета (это касалось в первую очередь регионов), либо с дороговизной ресурсов на внутреннем финансовом рынке (из-за их дефицита)

Помимо некоторых муниципальных выходов на международные финансовые рынки в 1995–1997 гг. целый ряд крупных компаний и банков также начали активно использовать

ресурсы из-за рубежа. Причем, как правило, эти ресурсы носили краткосрочный характер, что не позволяло эффективно использовать их в инвестиционных целях. Даже в тех случаях, когда предусматривалась возможность пролонгации предоставленных кредитов, все равно из-за отсутствия полной уверенности в том, что это произойдет, указанные ресурсы также размещались на краткосрочной основе. Что же касается самих кредиторов, то по соображениям риска, а также ввиду того, что в случае предоставления кредитов больше, чем на 1 год, по регулирующим нормам ряда стран предполагалось формирование дополнительных страховых резервов, это делало долгосрочное кредитование для большинства зарубежных кредиторов нецелесообразным, и кредиты, в результате, выдавались в основном на срок в пределах одного года.

В целом представляется, что с точки зрения общеэкономических интересов привлечение таких средств было оправданно в тех случаях, когда речь шла или о погашении валютных долговых обязательств, или (как в примере с некоторыми предприятиями) об осуществлении капиталообразующего импорта и ряда других подобных операций (в том числе экспортных кредитов и т.д.). Однако в тех случаях, когда речь шла просто о расширении ресурсной базы или привлечение внешних кредитов использовалось для осуществления внутренних платежей, в том числе в отношениях с бюджетом, то в данном примере мы имеем дело с некими системными, общеэкономическими перекосами, которые вынуждали российские предприятия и банки обращаться к внешним источникам финансирования, чтобы обеспечить бесперебойное осуществление своей экономической деятельности.

Естественно, использование таких механизмов на всех уровнях — федеральном, муниципальном, а также на уровне отдельных компаний — своим прямым следствием имело

увеличение внешней задолженности также на всех уровнях экономической деятельности.

В тех случаях, когда эти средства использовались для осуществления стратегического импорта или обслуживания внешнего долга, или осуществления международных инвестиций за счет уникальных иностранных технологий, такое привлечение можно было считать оправданным. Однако привлечение внешних ресурсов для финансирования внутренних расходов, как это делалось в случае с федеральным или региональными бюджетами России, представляется спорным.

В России же, равно как и в ряде стран СНГ и некоторых развивающихся государствах, внешнее финансирование имело в условиях зажатости денежной массы в предкризисные годы все более растущее значение в финансировании внутренних (что вызывает некоторое удивление) государственных расходов.

Как следует из табл. 4.6, если еще в 1994 г. на внутренние источники приходилось свыше 90% финансирования дефицита федерального бюджета, то уже в предкризисный период мы можем говорить о том, что внешние источники начали занимать преобладающее место в этом процессе.

Действительно, на российском финансовом рынке было относительно немного свободных средств, и для того чтобы заинтересовать его участников вкладывать их в ценные бумаги, требовалось установление очень высокого уровня доходности таких бумаг. Но одновременно эта же доходность (на более поздних, предкризисных этапах развития рынка) стала распространяться и на нерезидентов, что в условиях валютного коридора обеспечивало им уже валютную доходность в десятки процентов годовых.

Возвращаясь к вопросу об увеличении ресурсов в экономике, которые затем могли поступить и на денежный рынок, следует отметить, что при жестких денежных ограничениях, которые были рекомендованы МВФ, единственным источником таких ресурсов также становилась внешняя сфера. При этом, по

сути (с некоторыми модификациями), применялся механизм “валютного правления”, когда рубль был привязан к доллару, и любое увеличение денежной базы и, как следствие, денежных ресурсов в экономике могло осуществляться только через привлечение валютных ресурсов из-за рубежа.

Таблица 4.6

Источники покрытия дефицита федерального бюджета РФ

	1994 г.		1995 г.		1996 г.		1997 г.		1998 г.		1999 г.		2000 г.		2001 г.	
	млрд. руб.	в % от дефицита	млрд. руб.	в % от дефицита	млрд. руб.	в % от дефицита	млрд. руб.	в % от дефицита	млрд. руб.	% от дефицита	млрд. руб.	в % от дефицита	млрд. руб.	в % от дефицита	млрд. руб.	в % от дефицита
Общее финансирование	71,8	100	43,1	100	79,7	100	93,2	100	146,3	100	51,4	100	-102,9	-100	-272,1	-100
В том числе:																
Внутреннее	66,2	92,2	19,7	45,7	47,6	59,7	39,7	42,6	61,2	41,8	16,9	32,9	-2,9	-2,8	-11,9	-4,4
Внешнее	5,6	7,8	23,4	54,3	32,1	40,3	53,5	57,4	85,1	58,2	34,5	67,1	-100	-97,2	-260,2	-95,6

Источник: Финансы России, 1998. М., 1998; Российский статистический ежегодник, 1998. М., 1998; Российский статистический ежегодник, 1995. М., 1995; Финансист. 1999. №9; Некоторые аспекты теории переходной экономики. М.: РАН, 1999; Бюллетень банковской статистики (ЦБ РФ). 1995. №2; Финансы в России 2000. М., 2000; Финансы в России 2002. М., 2002.

В результате упора на внешние ресурсы при осуществлении внутреннего финансирования на самом рынке госдолга (ГКО-ОФЗ), так же как и на ряде других важных сегментов финансового рынка, в частности на рынке акций (о чем мы будем говорить ниже), большую роль стали играть нерезиденты.

К середине 1998 г. объем так называемых обращающихся бумаг составлял около 400 млрд. руб.

Из указанной величины около 30% приходилось на Центральный банк, еще около 40% находилось в портфеле российских банков-резидентов (из этой величины 25–28% приходилось на Сбербанк и 12–15% — на остальные коммерческие банки, в том числе на банки-резиденты с иностранным участием) и, наконец, 30–32% приходилось на нерезидентов⁴⁰. При этом на деле доля иностранных ресурсов, по некоторым оценкам, приближалась к 50% с учетом тех средств, которые использовались иностранными банками-резидентами, работавшими, так же как и российские банки, без использования счетов типа "С".

Экономические последствия использования подобных механизмов при проведении экономической политики были вполне очевидны и предсказуемы. На государственном уровне возрастал внешний долг, причем фактически за счет конвертации внутреннего долга (который естественен при бюджетном дефиците) во внешний. Речь при этом шла не только о том, что бюджет был вынужден осуществлять масштабные рублевые платежи по обслуживанию долга. Как уже говорилось, в условиях гарантированного уровня валютного курса это обеспечивало валютную доходность для нерезидентов, сопоставимую с рублевой. Кроме того, это приносило особенности, с которыми связано внешнее финансирование с точки зрения уменьшения возможностей для маневра национальных денежных властей и дополнительных ограничений, которые могли при этом вводиться внешними кредиторами.

⁴⁰ ЦБ РФ “Текущие тенденции в денежно-кредитной сфере” за соответствующие периоды.

Следует сказать и на то обстоятельство, что в условиях низкой капитализации национального финансового и банковского секторов (вследствие перечисленных выше проблем, связанных со сжатием денежной массы) основную поддержку рынка ГКО-ОФЗ осуществляли иностранные ресурсы. И любые сколько-нибудь значительный приток или отток ресурсов извне тут же существенно влияли на котировки бумаг и их доходность.

Таким образом, весьма незначительными (с точки зрения масштабов операций на развитых рынках) объемами транзакций можно было “делать погоду” на российском финансовом рынке. При этом российские банки, по сути, могли лишь следовать за рынком, подстраиваясь под формирующиеся там процессы, со своей стороны не оказывая на эти процессы ощутимого влияния.

Последствия такого крена в сторону внешних источников финансирования стали отчетливо проявляться и на уровне страны в целом, и применительно к отдельным компаниям и банкам (табл. 4.7).

Таблица 4.7

**Внешний долг государственного и частного секторов России
(основная сумма без накопленных процентов на конец периода,
млрд. долл.)**

Показатель	1992	1993	1994	1995	1996	1997	01.08. 98
Внешний долг РФ*	2,8	9,0	11,3	17,4	24,2	32,10	51,18
В том числе:							
Кредиты МФО	1,0	3,5	5,4	11,4	15,3	18,67	26,24
Кредиты, полученные от иностранных коммерческих банков и фирм	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	4,53	15,84

Субъекты Федерации и местные органы власти	—	—	—	—	—	1,26	2,21
Частный сектор	4,5	4,3	4,9	6,3	11,3	50,89	57,29
В том числе:							
Банковский сектор	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	37,24	34,48
Нефинансовые предприятия	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	13,65	22,81

*Без облигаций государственного внутреннего валютного займа и валютных облигаций 1988 г., а также задолженности Банка России МВФ.

Источник: Вестник Банка России; Бюллетень банковской статистики, материалы Госкомстата за соответствующие периоды. Бюро экономического анализа. Обзор экономической политики в России за 1998 год.

Следует при этом указать еще на одну особенность. Столь значительный рост внешнего долга России не дает полной картины о масштабах происходивших процессов. Данную проблему нужно рассматривать с учетом еще одного обстоятельства. Формально наращивание внутреннего долга происходило при зажатии внешнего долга. Затем в начале лета 1998 года была предоставлена возможность конвертации части ГКО в некоторые валютные бумаги. Другими словами, произошло переоформление части внутреннего долга во внешний долг.

При этом в течение всего предкризисного периода участниками рынка осуществлялось заключение форвардных контрактов. Это, по сути, означало, что перед нерезидентами в любом случае брались валютные обязательства, только лишь с той разницей, что должниками по таким сделкам становилось не государство, а банки. Но и в этом случае было очевидно, что в конечном итоге банки должны были выйти на внутренний валютный рынок для покупки валюты, с тем, чтобы выполнить взятые обязательства. Это означало, что так или иначе, с учетом того, что теоретически речь могла идти о выводе нерезидентами 20

млрд. долл. вложенных ими средств в ГКО-ОФЗ, именно на такую величину мог возрасти дополнительный спрос на валюту с соответствующим увеличением нагрузки на валютные резервы ЦБ. И фактически с учетом этой величины следовало оценивать величину долгового бремени для экономики в целом.

Результатом отмечавшихся тенденций также стали изменения в структуре балансов компаний и банков. Возрос удельный вес их валютных обязательств в пассивах, а также значительно возросла их зависимость от международных кредиторов (табл. 4.8).

Как следует из табл. 4.8, за рассматриваемый период отмечался постоянный рост иностранных обязательств кредитных организаций при относительно стабильной величине иностранных активов (характеризующих активные операции российских банков за рубежом). Так, если последние за 1994–1998 гг. оставались примерно на одном уровне, то за тот же период наблюдалось резкое увеличение привлеченных иностранных ресурсов — с 1,5 млрд. до 20,5 млрд. долл. Непосредственно в преддверии кризиса, к июлю 1998 г. “нетто”-обязательства российских банков перед внешним миром достигли своего наибольшего значения и составили - 8,06 млрд. долл.

Таблица 4.8

Динамика иностранных активов и обязательств кредитных организаций Российской Федерации в консолидированном виде за 1994–1997 гг. и 6 месяцев 1998 г. (млрд. долл.)

Наименование показателя	12,44	Остаток на 01.01. 95 г.	Остаток на 01.01. 96 г.	Остаток на 01.01. 97 г.	Остаток на 01.01. 98 г.	Остаток на 01.04. 98 г.	Остаток на 01.07. 98 г.
Иностранные активы кредитных организаций	12,44	12,17	9,02	10,16	12,08	11,65	12,43
Иностранные обязательства кредитных организаций	1,48	2,65	5,15	9,21	19,24	19,20	20,48

Чистые иностраные активы кредитных организаций	10,96	9,52	3,87	0,95	-7,16	-7,55	-8,06
--	-------	------	------	------	-------	-------	-------

Источник: Вестник Банка России 1999. 8 февр. № 8.

Совершенно очевидно, что при столь высокой зависимости финансового сектора, а также денежно-кредитной и бюджетной сфер от международных рынков и от валютных ресурсов любые колебания курса, равно как и любые действия на рынке, которые могли спровоцировать такие колебания, были чреваты крайне отрицательными последствиями для финансового положения страны и для банковского и финансового секторов.

Более того, с учетом того обстоятельства, что объемы свободных средств российских участников рынка были крайне ограничены, а основную погоду на рынке, как уже указывалось, делали средства иностранных инвесторов (когда новый приток или отток средств значительно изменял котировки и доходность), именно этому сегменту рынка следовало уделять первостепенное внимание с точки зрения выработки механизмов, которые смягчали бы негативные последствия, вызванные решениями иностранных участников рынка.

Это было тем более важно, учитывая то, что бумаги были относительно краткосрочными (средневзвешенный срок действия на предкризисный период составлял около 150 дней), а также то, что концентрировались они у небольшого числа иностранных участников, поэтому, если принималось решение о продаже бумаг, то оно сразу затрагивало большой сегмент рынка (в отличие от ситуации, когда бумаги рассредоточены среди большого числа участников и те или иные решения кого-либо из них носят ограниченный характер и могут быть нейтрализованы другими игроками).

Указанные обстоятельства имели значение и с точки зрения формирования общей конъюнктуры рынка государственного долга.

Уже говорилось о том, что настроения операторов рынка могут формироваться какими-либо разовыми крупномасштабными действиями даже небольшого числа операторов, что задает общую тенденцию поведения всех участников рынка. Поэтому в условиях небольшого объема рынка эффект от подобных разовых действий особенно ощутим.

Между тем на этом сегменте финансового рынка были поэтапно проведены меры, которые, по сути, устранили возможность нейтрализации непредвиденных конъюнктурных процессов.

Либерализация рынка ГКО

На начальном этапе участия нерезидентов на рынке ГКО существовали ограничения на вывод ими валютных средств из страны. Если иностранный инвестор выходил из ГКО, то он все равно вынужден был оставаться в рублях в течение трех месяцев и лишь потом мог конвертировать их в валюту и перевести полученную валюту за рубеж. Позднее этот срок был сокращен сначала до двух, а потом до одного месяца. Однако затем был введен так называемый режим “T+1”, который предполагал возможность репатриации валюты на третий рабочий день. Естественно, при столь значительных объемах валютных ресурсов, которые были привлечены на рынок ГКО, такая мера делала российскую экономику полностью уязвимой от субъективных или конъюнктурных настроений иностранных участников рынка. При ограниченном объеме валютных резервов представлялось весьма опрометчивым использование механизмов, допускавших возможность вывода средств практически в режиме реального времени.

Помимо этого, для того чтобы привлечь иностранных инвесторов на рынок ГКО, были установлены правила, согласно которым Центральный банк осуществлял так называемые

компенсирующие сделки, гарантируя этим инвесторам, что они могут в случае выхода из страны купить валюту по оговоренному курсу. Через этот механизм осуществлялось и регулирование доходности, когда курс компенсирующей сделки (своего рода курс “форвард”) устанавливался в такой привязке к курсу “спот” (т.е. к курсу, по которому нерезиденты продавали валюту и покупали рубли для инвестиций в бумаги), что обеспечивал им заранее определенную величину доходности (эта величина с середины 1996 г. до начала 1997 г. уменьшилась с 19 до 12,5%). Впоследствии с осуществлением дальнейшей либерализации финансового рынка регулирование доходности для нерезидентов было отменено.

По установленным правилам осуществления компенсирующих сделок Центральный банк покупал определенную часть валюты, ввозимой для операций ГКО-ОФЗ, а затем на момент истечения срока действия бумаг продавал ее по курсу, оговоренному компенсирующими соглашениями. Причем, что важно, на начальном этапе допуска нерезидентов к этому рынку участие ЦБ распространялось на 75% указанных операций, а остальные 25% привлекаемой валюты поступали на валютный рынок и страховые сделки по ним осуществлялись на обычных рыночных условиях. Такая практика была важна, поскольку давала гарантии участникам рынка относительно того, что если ЦБ участвует в компенсирующих сделках, то это означает, что будут соблюдаться определенные рамки изменений валютного курса и не будет допущено его чрезмерного обесценения. Участие ЦБ выглядело оправданным и с той точки зрения, что ресурсы привлекались для осуществления государственного финансирования, и участие в этом процессе денежных властей было вполне логичным.

Однако затем участие ЦБ стало ограничиваться 50%, с осени 1997 г. этот уровень был уменьшен до 25%. В первые недели 1998 г. непосредственное участие ЦБ в этих процессах прекратилось и вся работа по хеджированию средств, привлекаемых для государственных нужд, стала вестись коммерческими банками, которые, по сути, взяли на себя весь курсовой риск.

Фактор курсового риска в сложившихся условиях был для коммерческих банков тем более ощутим не только потому, что объемы заключаемых ими форвардных контрактов по хеджированию этого риска были весьма значительны в абсолютном размере (как-никак эта величина, по сути, отражала размер той части государственного долга, в которой из-за описанных выше механизмов внешняя государственная задолженность была трансформирована во внутреннюю). В условиях низкой капитализации всей экономики и, как следствие, банковской системы величина этих обязательств относительно собственных средств банков была крайне высока⁴¹. Так, к середине 1998 г. при величине собственных средств 30 крупнейших банков свыше 80 млрд руб. обязательства по форвардным контрактам российских банков составляли свыше 70 млрд руб.⁴²

Очевидно, что при столь низкой капитальной базе российской банковской системы и при таком объеме форвардных обязательств российские банки становились крайне уязвимыми от возможных курсовых изменений и от всех действий, которые к этим изменениям могли привести (вывод валютных средств иностранных инвесторов, игра на понижение на валютном рынке и т.д.). Практически весь курсовой риск, связанный с финансированием бюджетного дефицита, лежал на российских коммерческих банках. Именно поэтому обесценение рубля, которое произошло в послеавгустовский период, имело весьма негативные последствия для финансового сектора.

⁴¹ Мы даем это сравнение в аналитических целях, имея в виду, что форвардные контракты до даты исполнения отражаются на внебалансовых счетах.

⁴² Оговоримся, что эта сумма, по-видимому, включает и форвардные контракты, заключенные российскими банками между собой. Собственно, величина форвардных обязательств перед нерезидентами составляла, как представляется, около 10 млрд. долл. Тот факт, что эта сумма меньше, чем доля нерезидентов на рынке ГКО, объясняется тем, что нерезиденты хеджировали не всю сумму своих операций (Бюро экономического анализа. Обзор экономической политики в России за 1998 год. М.: РОССПЭН, 1999.)

Кризис и девальвация

Важнейшим вопросом с учетом сложившихся в этом секторе соотношений был вопрос о возможности банков выполнять обязательства по хеджированию валютного риска иностранных инвесторов в ГКО.

Форвардные контракты со сроками исполнения на конец 1998 г. были сориентированы на объявленные параметры валютной политики и заключались по курсу 6,4–6,7 руб. за 1 долл. При общей величине захеджированных обязательств составляющей свыше 10 млрд. долл., обесценение курса до величины 20 руб. за 1 долл. означало убытки банков в размере свыше 250 млрд. руб. Напомним, что величина собственных средств 30 крупнейших банков составляла на середину 1998 г. свыше 80 млрд руб.

Более того, банки были поставлены в еще более сложное положение. Многие из них имели на рынке статус так называемых первичных дилеров, что предполагало, среди прочего, покупку не менее 1% объема каждой размещаемой эмиссии ГКО, и, что более важно, поддержание обязательного объема этих бумаг в активах таких банков.

На предкризисный момент данный лимит был установлен на уровне не менее 20% величины портфеля (для ОФЗ). При этом рыночная стоимость собственного портфеля ГКО-ОФЗ должна была быть не меньше 500 млн. руб. Это, по сути, определило большой вес данных бумаг, который сформировался в банковских портфелях.

В среднем доля ГКО-ОФЗ занимала около 20% в активах банков, причем в наиболее крупных из них, на которые приходилось около 40% активов всей банковской системы, доля этих бумаг составляла свыше 35% в их активах. Очевидно, что в ликвидных активах эта величина была еще выше. Именно такой объем ресурсов банков был иммобилизован, когда был введен мораторий на операции с указанными бумагами. Таким образом, и

без того достаточно ограниченная ресурсная база банковской системы, по сути, была сведена этим решением до минимума.

Когда стали вестись переговоры по реструктуризации государственных бумаг с нерезидентами, было логично предположить, что эта проблема будет обсуждаться в увязке с проблемой «форвардов», поскольку форвардные контракты использовались для того, чтобы снять валютный риск с вложений нерезидентов в ГКО-ОФЗ. Без использования этого механизма средства нерезидентов вряд ли можно было бы привлечь в требующихся объемах или стоимость их привлечения была бы еще выше.

Срочные контракты, по сути, представляли собой часть единого механизма привлечения внешних ресурсов для целей бюджетного финансирования, причем на основе официально декларируемых параметров курсовых изменений. Таким образом, когда пусть в силу конъюнктурных обстоятельств курсовые параметры не были соблюдены — курс рубля обесценился, и при этом был введен мораторий на ГКО, оба обстоятельства (первое — косвенно, второе — непосредственно) можно было рассматривать как невозможность денежных властей выполнять взятые на себя обязательства по соблюдению правил при привлечении внешних ресурсов.

Поэтому переговорный процесс с кредиторами в таких условиях тоже следовало вести по обеим проблемам в комплексе, как по разным составным частям одного и того же вопроса. В действительности, однако, обсуждать проблему во взаимосвязи не стали, и с учетом пожеланий иностранных кредиторов она была разведена на два отдельных вопроса. Это, во-первых, означало, что все потери, которые возникали из-за невыполнения параметров курсовых изменений, целиком ложились на российские коммерческие банки, во-вторых, что российские банки оставались один на один с иностранными инвесторами, не имея рычагов для нахождения сбалансированных решений.

При этом в качестве наблюдения за рамками нашего анализа, скажем, что такой результат можно было бы считать закономерным, если бы деньги привлекались этими банками для собственных нужд, а не для нужд бюджета, или если бы эти банки были заинтересованы в обвале курса рубля, получая в результате выигрыш, тогда в таком результате банки должны были винить только сами себя.

В рассматриваемом же случае имела место несколько парадоксальная ситуация, когда российские банки, обслуживая поток средств от кредиторов, т.е. иностранных инвесторов, к заемщику, т.е. бюджету, находясь, по сути “рядом” с этим потоком, оказались между тем основными пострадавшими.

В чем банки действительно еще больше осложнили для себя положение, так это в том, что они стали более активно, чем это иногда было необходимо для обслуживания нерезидентских ресурсов, вовлекаться в операции с форвардными контрактами между собой, что в конечном итоге лишь усугубило для них остроту девальвации.

Таким образом, операции на валютном и долларовом рынках в немалой степени обусловили развитие кризиса. При этом развитие фондового рынка заслуживает особого внимания.

ГЛАВА 5

ФОНДОВЫЙ РЫНОК: ДО И ПОСЛЕ КРИЗИСА

Как указывалось ранее, сокращение денежной массы сопровождалось увеличением объема активов на рынке, которые эта денежная масса также начала обслуживать. Недвижимость, акции и прочие активы, ранее не являвшиеся объектами купли-продажи, стали обращаться на рынке. Поскольку под поступления этих активов не было проведено увеличения денежной массы, более того, она сократилась, это обстоятельство очевидно во многом предопределило недооценку акций. Важно и то, что начальные этапы приватизации не предусматривали использования механизма оценки продаваемого имущества, и, по сути, стоимость устанавливалась с учетом наличия в экономике денежных ресурсов.

При этом любые дополнительные средства, необходимые предприятиям для их развития, в значительном числе случаев притекали извне. Это же касалось и каждодневного участия в работе российской торговой системы по купле и продаже акций, где на движение их котировок решающее влияние оказывали средства нерезидентов. По некоторым оценкам, еще в преддверии кризиса около 90% несвязанных пакетов акций (т.е. акций, реально обращающихся на рынке) принадлежало нерезидентам⁴³.

При этом важно то обстоятельство, что, контролируя значительные пакеты акций, можно влиять на их котировки на рынке в целом. А с учетом незначительного объема финансовых ресурсов на рынке даже небольшими средствами можно было существенно воздействовать на изменения котировок (также, впрочем, как и на рынке ГКО-ОФЗ, о чем уже говорилось). Так, по некоторым оценкам, потратив суммы в пределах 20 млн. долл., можно было на десятки процентов обрушить котировки любого

⁴³ Эксперт. 1998. 13 июля.

эмитента⁴⁴. При этом, когда объем торгов на рынке в условиях кризиса резко сжался, речь могла идти о значительно меньших суммах, которые могли повлиять не только на котировки одного эмитента, но и на весь рынок.

В преддверии августа 1998 г. вывод ресурсов иностранных участников вследствие кризисных процессов в мировой финансовой системе привел в целом к значительному снижению котировок российских акций и уменьшению объема операций.

В табл. 5.1 показано, как соотносились рыночные цены и балансовая стоимость акций на рынках различных стран. Уже упоминалось, что в России этот показатель на июль 1998 г. составил 0,3. Это означает, что даже при использовании такого показателя, часто дающего заниженные оценки стоимости предприятий, каким является балансовая стоимость, за каждый доллар (или рубль) такой балансовой стоимости на рынке готовы были платить 30 центов (или копеек). В таких странах, как, например, США, каждый доллар балансовой стоимости котирующихся там компаний оценивался рынком более чем в 4 доллара. То же самое можно сказать и о ряде других стран.

Таблица 5.1

Некоторые показатели рынка ценных бумаг в России и других странах (июль 1998 г.)

Страна	Рыночная цена/балансовая стоимость	Страна	Рыночная цена/балансовая стоимость
Россия	0,3	Германия	3,9
США	4,4	Гонконг	0,8
Великобритания	3,5	Индия	1,9
Швейцария	4,8	Италия	2,9
Испания	3,0	Япония	1,7

⁴⁴ Компания. 1998. 21 июля. С. 16.

Аргентина	1,4	Мексика	1,8
Бразилия	0,7	Нидерланды	3,3
Франция	2,9	Сингапур	0,8

Источник: Forbes Global Business & Finance, 1998.

В условиях девальвации национальной валюты речь также шла о том, что получаемая в результате стоимость акций в долларовом исчислении становилась еще меньше. При этом эффект удешевления в свете августовских событий усилился, поскольку отток средств иностранных инвесторов привел к еще большему снижению цены акций. Так, если на рассматриваемую нами дату (июль 1998 г.) величина индекса РТС составляла 150–190, то к сентябрю–октябрю этот уровень снизился почти в 4 раза и составил примерно 40–50.

С учетом того, что к тому времени уровень валютного курса уже составлял не менее 15 руб. за 1 долл., речь шла о более чем 10-кратном удешевлении акций для иностранных покупателей, причем об удешевлении по сравнению и без того с достаточно низким уровнем капитализации рынка (каким он был к середине 1998 г.).

При этом соотношение рыночной цены и балансовой стоимости к октябрю 1998 г. также снизилось и составило 0,19⁴⁵.

Что касается капитализации рынка в целом, то нами уже приводились данные, характеризующие этот показатель в России и в основных государствах в предкризисный период. Непосредственно после кризиса разрыв в уровнях капитализации рынков других стран и российского рынка еще больше увеличился (табл. 5.2).

⁴⁵ Forbes Global Business & Finance. 1998. November 2. P. 65.

Таблица 5.2**Капитализация основных фондовых рынков (млрд. долл.)**

Страна	Общая капитализация рынка	Страна	Общая капитализация рынка
Россия	15	Германия	777
США	8522	Гонконг	194
Великобритания	1767	Индия	82
Швейцария	552	Италия	340
Испания	237	Япония	2062
Аргентина	21	Мексика	94
Бразилия	68	Нидерланды	476
Франция	792	Сингапур	85

Источник: FactSet Research Systems, Morgan Stanley Capital International and IBES Express за соответствующие периоды // Forbes Global Business & Finance. 1999. September 20.

Так, суммарная капитализация российских компаний, акции которых обращались на рынке, после кризиса была в 570 раз меньше, чем объем капитализации рынка США, почти в 13 раз ниже, чем в Гонконге, в 4,5 раза ниже, чем в Бразилии (см. табл. 5.2).

Учитывая, что для целого ряда международных институциональных инвесторов снижение стоимости бумаг рассматривается как возможность их покупки, а не как сигнал для их сброса, можно таким образом объяснить, во-первых, почему на рынке акций продолжала оставаться значительная доля иностранных участников и, во-вторых, то, что, несмотря на все риски и оценки неблагоприятного экономического положения России, средства нерезидентов уже вскоре после кризиса стали постепенно возвращаться. (Так, в частности, уже с весны 1999 г., начавший отмечаться рост котировок акций, по мнению экспертов, был связан именно с этим обстоятельством.)

Фондовый рынок в последние годы

В целом по чисто формальным показателям к началу 2000-х гг. российский рынок акций набрал определенный "вес". Так, в частности по соотношению рыночной капитализации к ВВП Россия находится даже на более высоком уровне, чем для развивающихся стран в целом (см. табл. 5.3).

Таблица 5.3

Объем финансовых рынков по странам % к ВВП, июль 2004 г.

	июль 2004 г.
Все страны	69
США	123
Япония	69
Германия	34
Великобритания	112
Развивающиеся рынки	25
Венгрия	67
Швейцария	196
Россия	38

Источник: материалы ФКЦБ.

Таблица 5.4

Фондовые рынки некоторых стран (01.09.2004 г.)

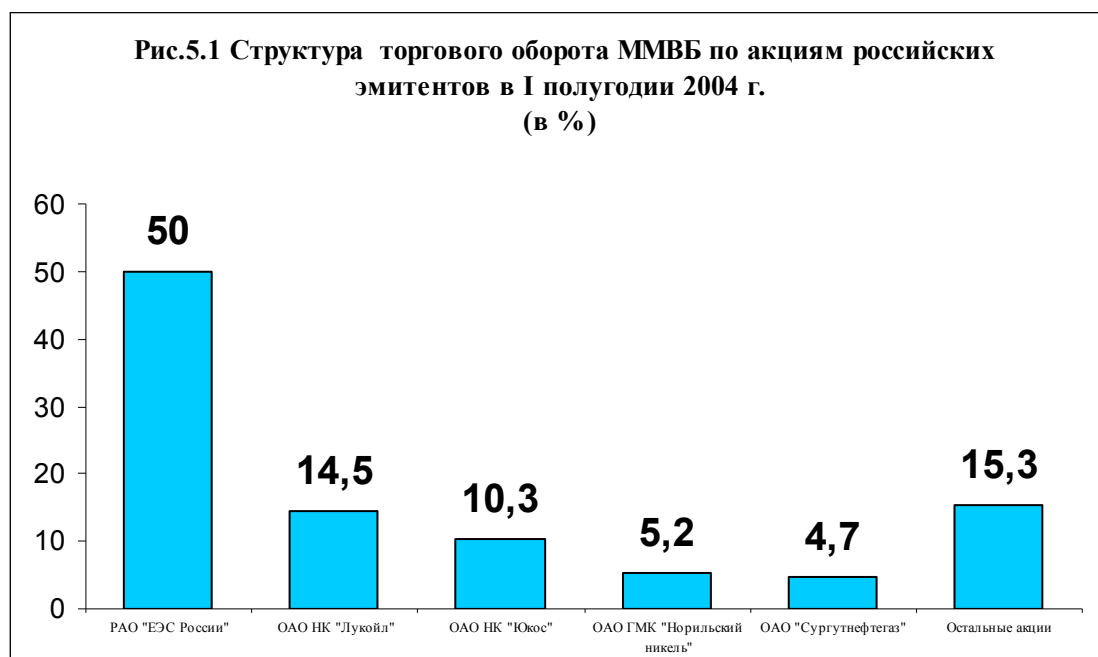
Страна	Капитализация (млрд. долл.)	Страна	Капитализация (млрд. долл.)
США	14440	Ю. Корея	320
Япония	3240	Ю. Африка	316
Великобритания	2407	Швеция	295
Германия	961	Индия	246
Гонконг	741	Россия	205
Испания	716	Сингапур	191
Швейцария	700	Малайзия	172

Италия	606	Финляндия	141
Австралия	597	Мексика	139
Тайвань	366	Дания	123
Китай	332	Норвегия	108

Источник: "Ведомости" (06.10.2004 г.)

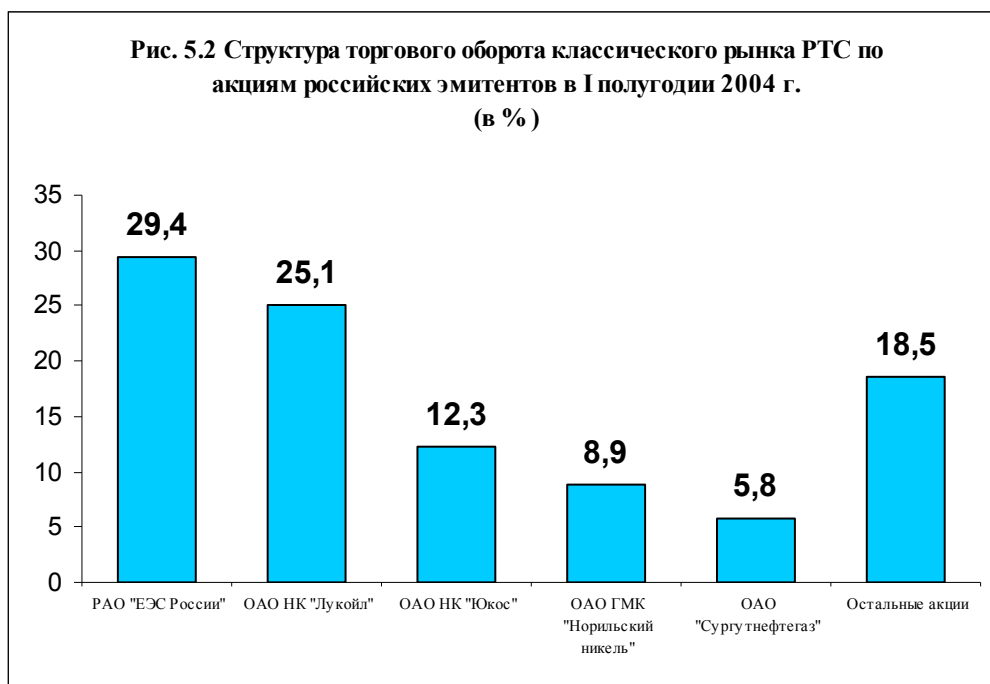
При этом, однако, следует отметить целый ряд настораживающих моментов, свидетельствующих об определенных "издержках роста", сопровождающихся серьезными перекосами.

Так, в частности, значительная часть и капитализации, и рыночного оборота приходится на 5-6 крупнейших компаний. (рис.5.1 и 5.2) При этом на долю пяти из них приходится до 60% капитализации и 80-90% оборота⁴⁶.



Источник: Россия экономическая конъюнктура/ Центр экономической конъюнктуры. - 2004. - Вып. 3. - С. 175.

⁴⁶ Ведомости. – 21.10.2003.



Источник: Россия экономическая конъюнктура/ Центр экономической конъюнктуры. - 2004. - Вып. 3. - С. 175.

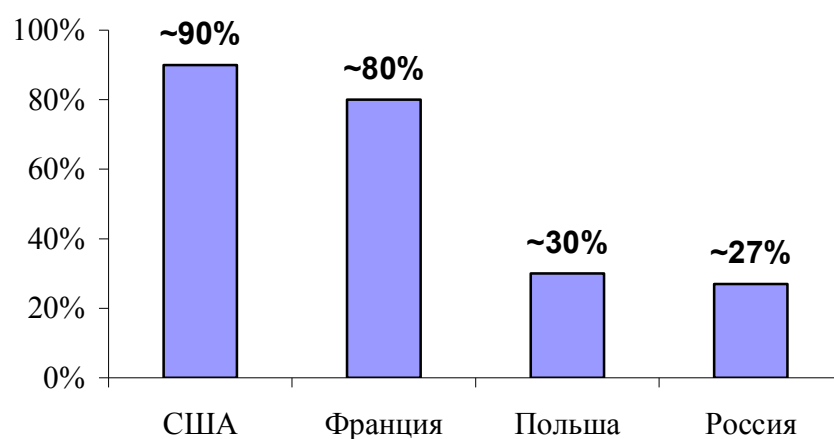
Более того, структура рынка не отражает структуру экономики. Так, на нефтегазовую отрасль в 2003 году приходилось свыше 70% всей капитализации, при том, что ее доля в производстве промышленной продукции и услуг была около 20%⁴⁷. Другими словами, фондовый рынок в наших условиях не играет роль эффективного механизма перераспределения финансовых ресурсов в экономике. Напомним, что и на развитых рынках иногда отмечаются подобные перекосы (еще раз вспомним ту ситуацию, которая сложилась на фондовом рынке США к 2000 году, о чем нами говорилось в гл. 1). Тогда можно более четко представлять, к каким кризисным последствиям такие перекосы могут приводить (та длительная коррекция, которая отмечалась в тех же США). При этом нужно иметь в виду, что в развитых экономиках существует огромный набор альтернативных инструментов для вложения средств (что смягчает остроту спада), а также в полной мере используются все рычаги денежно-кредитной и финансовой политики, которые позволяют такое падение затормозить. В случае

⁴⁷ Там же.

с российской экономикой адекватные стабилизирующие рычаги отсутствуют или не работают. Поэтому особое внимание следует уделить тем мерам экономической политики, которые будут способствовать возникновению и новых инструментов, и сделают рычаги денежно-кредитной политики эффективными для управления кризисными ситуациями.

Более того, при этом лишь около 30% акций обращаются на рынке, тогда как значительная часть не участвует в торгах (рис.5.3).

Рис. 5.3. Оценочное значение показателя свободно обращающихся акций (free-float) для крупнейших компаний* ряда стран



*Данные по США рассчитаны по 30 крупнейшим по рыночной капитализации компаниям; данные по Франции для компаний, входящих в индекс САС 20, для России и Польши данные по 20 крупнейшим компаниям по рыночной стоимости.
Источник: Оценка IMF, BCG, 2003.

По отдельным компаниям эта цифра существенно различается (табл.5.5)

Таблица 5.5

Free-float крупнейших российских компаний, используемый при расчете индекса РТС (по состоянию на июнь 2004 г.*)

Компания	Доля акций в свободном обращении (% в уставном капитале)
Лукойл	60
Сургутнефтегаз (об.)	30
Сургутнефтегаз (прив.)	2.2
ЮКОС	14.2
Норильский никель	8.1
Сбербанк (об.)	5
РАО «ЕЭС» (об.)	7.1

* данные 08.06.2004 г.

Источник: Reuters (РТС), Росбанк

При этом, хотя роль внутренних участников за последние годы возросла доля иностранных участников на рынке остается очень высокой.

Рис. 5.4. Структура собственности свободно обращающихся акций ("free-float") по группам инвесторов в России



Источник: BCG, 2003.

Эта доля начинает вновь постепенно увеличиваться и в торговых оборотах. Так к сентябрю 2002 г. оборот 25 крупнейших операторов ММВБ составил свыше 110 млрд. руб., из них свыше 5 % пришлось на брокеров и банки, работающие с иностранными клиентами.

Оборот 25 крупнейших участников в РТС к сентябрю составил около 500 млн. долл., из них 50 % пришлось на брокеров и банки, связанные с нерезидентами. При этом отметим, что более высокая доля иностранных участников в РТС традиционна и связана с долларовыми расчетами на данной торговой площадке.

Так, по некоторым оценкам, в августе 2004 г. оборот 25 крупнейших операторов ММВБ составил 246 млрд. руб., из них 28.5 млрд. (11.6%) пришлось на брокеров и банки, работающие с иностранными клиентами.

Оборот 25 крупнейших участников в РТС составил в августе 2004 г. 562 млн. долл., из них 55.3% пришлось на брокеров и банки,

связанные с нерезидентами. Более высокая доля иностранных участников в РТС традиционна и связана с долларовыми расчетами на данной торговой площадке.

Более того, значительная часть акций уходит за рубеж через использование депозитарных расписок, поскольку покупка российских акций со стороны инвестиционных компаний ряда стран часто ограничивается законодательством этих стран, то депозитарные расписки в значительной степени позволяют эти ограничения обойти. По некоторым оценкам, к 2003 г. доля АДР в суммарном объеме торговли составила около 40%.

Таблица 5.6

**Характеристика АДР крупнейших российских компаний
(по состоянию на сентябрь 2004 г.*)**

Эмитент	Доля АДР в уставном капитале, в %**	Эмитент	Доля АДР в уставном капитале, в %**
РАО ЕЭС	12	Ростелеком	23,3
ГАЗПРОМ	4,4	Сибнефть	8,4
ЛУКОЙЛ	63	Татнефть	22
ЮКОС	13	Вымпелком	48,4
Мосэнерго	9	МТС	22,5
ГМК Норильский никель	23,5	Вимм-Билль-Данн	28,3
Сургутнефтегаз	15,6		

*на 14.09.2004 г.

**оценки

Источник: Reuters, РТС

В целом, по некоторым оценкам, капитализация рынка АДР на акции российских компаний по состоянию на конец октября 2003 г. составляла более 25 млрд. долл., при общей капитализация внутреннего рынка акций на тот же период около 170 млрд. долл. Если при этом сделать поправку с учетом рыночной стоимости тех акций, которые находятся во владении государства, а также частных стратегических инвесторов, то капитализация свободно

обращающихся на внутреннем рынке акций, составила около 50 млрд. долл. – что лишь менее чем в 2 раза превышало капитализацию рынка АДР на акции российских компаний.⁴⁸

В этой связи Федеральная служба по финансовым рынкам высказывает озабоченность уходом фондовых операций за рубеж и рассматривает указанную практику как "наносящую ущерб развитию российского фондового рынка"⁴⁹. ФСФР также указывает на то, что "действия, направленные на вывод акций российских предприятий под иностранную юрисдикцию, оголяют российский фондовый рынок, делают его мало ликвидным, препятствуют справедливому ценообразованию на российские активы, наносят ущерб капитализации отечественных компаний"⁵⁰.

При этом большая часть биржевого оборота также приходится на зарубежные площадки (табл.5.7).

Таблица 5.7

Структура биржевого оборота российских акций в 2003 г, %

ММВБ	41,9
РТС	3,1
ФБ «С.-Петербург»	3,9
Немецкая биржа	2,8
СПВБ	0
МФБ	0,01
LSE	44
NYSE	3,75
Прочие американские биржи	0,55

Источник: Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование/ Под общ. ред. И.В. Костикова: В 2 т. – Т. 1. – М., Наука, 2004.

По отдельным эмитентам структура биржевого оборота выглядела следующим образом:

⁴⁸ Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование/ Под общ. ред. И.В. Костикова: В 2 т. – Т. 1. – М., Наука, 2004. – С. 309-310.

⁴⁹ Федеральная служба по финансовым рынкам. – Пресс-релиз от 22.11.2004.

⁵⁰ Там же.

Таблица 5.8

**Торговые обороты на основных торговых площадках в бумагах
14.09.04**

Тикер (код РТС)	Эмитент	Лондон+Нью-Йорк, %	РТС, %.	ММВБ, %
EESR	РАО ЕЭС	4,1	0,3	22,0
GAZPPE	ГАЗПРОМ	36,9	98,5	59,8
LKOH	ЛУКОЙЛ	9,9	0,2	6,6
YUKO	ЮКОС	3,2	0,1	1,6
MSNG	Мосэнерго	0,4	0,1	0,8
GMKN	ГМК Норильский никель	8,6	0,2	4,2
RTKM	Ростелеком	0,5	0,2	2,3
SIBN	Сибнефть	1,5	0,1	0,1
SNGS	Сургутнефтегаз	5,1	0,3	2,0
TATN	Татнефть	1,2	0,1	0,5
VIMP	Вымпелком	10,9	0,0	
MBT	МТС	16,8		0,0
WBDF	Вимм-Билль-Данн	0,8	0,0	

Источник: Reuters, РТС, ММВБ.

Очевидно, что тот рост, который отмечается на рынке, а также растущее внимание к нему иностранных участников в значительной степени приводит к более объективным ценовым соотношениям, чем те, что наблюдались на рынке на его начальной пост-кризисной стадии.

В то же время к началу 2004 г. по такому фундаментальному показателю, как отношение рыночной цены к балансовой стоимости (которую мы рассматривали в связи с кризисным этапом развития рынка) российский рынок акций остается недооцененным. Так, относительно развитых рынков уровень его недооценки составляет

около 60%, и даже относительно развивающихся рынков эта величина составила почти 40% (см. табл. 5.9).

Таблица 5.9

**Основные рыночные коэффициенты некоторых секторов рынка,
показывающие уровень недооценки/переоценки отдельных
секторов российского рынка по сравнению с рынками ведущих
и развивающихся стран***

	Рыночная цена/балансовая стоимость 01/01/04		Рыночная цена/балансовая стоимость 01/01/04
Нефтяной сектор (Россия)	1,3	Черная металлургия	1,3
Нефтяной сектор (Emerging markets)	2,7	Черная металлургия	1,6
Нефтяной сектор (Developed markets)	2,8	Черная металлургия	1,4
Энергетика (Россия)	0,5	Машиностроение (Россия)	0,8
Энергетика (Emerging markets)	1,6	Машиностроение (Emerging markets)	1,7
Энергетика (Developed markets)	2,1	Машиностроение (Developed markets)	3,4
Телекоммуникации (Россия)	1,6	Среднее (Россия)	1,1
Телекоммуникации (Emerging markets)	1,3	Среднее (Emerging markets)	1,8
Телекоммуникации (Developed markets)	4,4	Среднее (Developed markets)	2,8

Дисконт(-)/Премия к развивающимся рынкам	-38%	Дисконт(-)/Премия к развитым рынкам	-61%
---	-------------	--	-------------

Источники: Bloomberg, расчеты Росбанка

Этот фактор, как представляется, имеет серьезное значение в первую очередь для стратегических инвесторов. Поскольку даже несмотря на отмечающуюся иногда некоторую переоценку рынка по показателям "текущей доходности", формально делающей покупки российских акций относительно менее выгодными в текущем конъюнктурном плане по сравнению с другими рынками, акции часто продолжают покупаться. В результате это ведет к росту объема рынка и продолжающемуся росту котировок*.

Таблица 5.10

Основные рыночные коэффициенты некоторых секторов рынка, показывающие уровень недооценки/переоценки отдельных секторов российского рынка по сравнению с рынками ведущих и развивающихся стран (по состоянию на 01.01.04 г.)

	Price/Earnings
Нефтяной сектор (Россия)	14,0
Нефтяной сектор (Emerging markets)	16,1
Нефтяной сектор (Developed markets)	14,5
Энергетика (Россия)	34,1
Энергетика (Emerging markets)	11,7
Энергетика (Developed markets)	15,5

* переоценка может возникать по таким "техническим причинам", как небольшой размер выплат дивидендов компаниями (что фактически имело место в ряде случаев), делающий значения знаменателя дроби незначительными и как следствие, показатель в целом - высоким.

Телекоммуникации (Россия)	36,6
Телекоммуникации (Emerging markets)	15,2
Телекоммуникации (Developed markets)	10,4
Черная металлургия (Россия)	12,0
Черная металлургия (Emerging markets)	14,3
Черная металлургия (Developed markets)	17,7
Машиностроение (Россия)	7,1
Машиностроение (Emerging markets)	17,4
Машиностроение (Developed markets)	22,6
Среднее (Россия)	20,8
Среднее (Emerging markets)	14,9
Среднее (Developed markets)	16,1
Дисконт(-)/Премия к развивающимся рынкам	+40%
Дисконт(-)/Премия к развитым рынкам	+29%

Источники: Bloomberg, расчеты Росбанка

Это свидетельствует о том, что рынок, несмотря на риски продолжает выглядеть для инвесторов привлекательным. И если покупка акций со стороны портфельных инвесторов по мере изменения показателей текущей доходности, а также

возникновения или усилении факторов риска может затормозиться, то стратегические инвесторы могут быть более устойчивыми в своем поведении на рынке. И если речь не будет идти об изменениях чрезвычайного характера, то их интерес к российскому рынку, как представляется может сохраниться.

В связи с этим следует максимальное внимание тому, чтобы российский фондовый рынок в условиях глобальных переливов капиталов не превращался бы в источник нестабильности. Кроме того, необходимо, чтобы основные операции с российскими акциями и производными инструментами проводились на российских торговых площадках. Напомним, что до недавнего времени квота на выпуск депозитарных расписок на акции российских компаний составляла 75% от общего числа акций. Затем, для перенаправления операций на внутренние рынки была введена более жесткая норма, регулирующая объемы АДР на уровне 40% от величины уставного капитала.

В целом, при всей "интернациональности" фондовых процессов, необходимо, чтобы на этапе формирования и укрепления основ рынка и разработки законодательной базы, ведущую роль занимал национальный сегмент финансового рынка. Это позволит российской экономике в полной мере использовать тот потенциал, который заключен в механизмах фондового рынка и который необходим для поддержания экономического роста. Сам фондовый рынок в свою очередь будет в большей мере функционировать с опорой на национальные нормы и подходы, которые также должны быть направлены на решение системных экономических задач.

Фондовый рынок должен стать и эффективным механизмом перераспределения финансовых ресурсов. И здесь в решающей степени должна проявляться его связь с механизмами денежно-кредитной и финансовой (бюджетной) политики. Мы при этом помним, что используемые у нас механизмы формирования денежного предложения на основе покупки валюты еще больше

закрепляют сырьевую ориентацию экономики, а стало быть, и структуру фондового рынка(подробнее см. гл. 2 и 6).

Важную роль могут сыграть механизмы рефинансирования коммерческих банков. Так, в частности, необходимо, чтобы в качестве инструментов, принимаемых в залог, использовались региональные и корпоративные бумаги высоких рейтингов. Очевидно, что в этом случае, во-первых, ресурсы начнут более равномерно притекать в регионы, во-вторых (в случае с корпоративными бумагами) будет обеспечена дополнительная возможность межсекторального перетока средств (в том числе и для предприятий неэкспортного сектора). Наконец, расширится объем инструментов на фондовом рынке и в целом возрастет ликвидность рынка, что очевидно должно способствовать не только улучшению его структуры, но и повысит его стабильность и устойчивость к внешним и внутренним шокам. Для укрепляющейся экономики такие изменения будут играть важную и очевидно положительную роль.

В целом, очевидно, что успешная интеграция нашей экономики в мировую и эффективная конкуренция российского бизнеса на международных рынках в решающей степени зависят от эффективности экономической политики и тех механизмов, которые позволяют экономике России, во-первых, упрочнить свои позиции и, во-вторых, подготовиться к полномасштабной конкуренции. В этой связи рассмотрение таких механизмов заслуживает особого внимания.

ГЛАВА 6

ОБ ОСНОВНЫХ МЕХАНИЗМАХ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

Важнейшим условием поддержания экономического роста является формирование адекватной финансовой среды, которая, во-первых, обеспечивала бы экономику финансовыми ресурсами, необходимыми для ее расширения, и, во-вторых, способствовала достижению "разумной управляемости" финансовыми потоками, позволяя на основе денежно-кредитных и финансовых рычагов направлять финансовые потоки на нужные цели.

Основное место в данных подходах должен занимать центральный банк, как кредитор последней инстанции и главный эмиссионный центр, формирующий все первичные ресурсы национальной экономики и регулирующий финансовую сферу.

Необходимость постоянного увеличения эмиссии в соответствии с ростом экономики очевидна. В ряде стран это фактически закреплено на законодательном уровне. В частности, в США в Законе Федеральной резервной системе, которая по сути выполняет там роль центрального банка, говорится, что "Совет директоров ФРС и Федеральный комитет по открытым рынкам будут поддерживать долгосрочный рост денежных и кредитных агрегатов (выделено нами. – М.Е.), соизмеримый с долгосрочным экономическим потенциалом увеличения производства. Это осуществляется в целях эффективного обеспечения максимальной занятости, стабильных цен и умеренных долгосрочных процентных ставок"⁵¹.

При этом важно, что на ФРС, помимо решения чисто финансовых задач (валютный курс, инфляция), возлагаются задачи

⁵¹ Federal Reserve Act dispersed throughout 12 USC; ch. 6, 38 Stat. 251 (December 23, 1913), Section 2A (12 USC 225a. As added by act of November 16, 1977 (91 Stat. 1387) and amended by acts of October 27, 1978 (92 Stat. 1897); August 23, 1988 (102 Stat. 1375); and December 27, 2000 (114 Stat. 3028).

по поддержанию занятости и созданию условий для экономического роста. Она проводит активную политику его стимулирования, снижая при необходимости процентные ставки (ставки рефинансирования в США в начале 2000-х гг. на уровне около 1%, что ниже темпов инфляции). Невысоки нормы резервирования, используются эмиссионные механизмы, формирующие необходимые финансовые ресурсы для экономики США.

Так, объем денежной базы, характеризующей масштабы эмиссии, постоянно увеличивается, что требуется для поддержания экономического роста. Если к 1990 г. денежная база доллара составляла менее 300 млрд. долл., то к 2000 г. – примерно 600 млрд. долл., то есть первичная эмиссия долларов за 10 лет удвоилась (рис. 6.1). Аналогичная картина наблюдается и в ряде других ведущих стран.

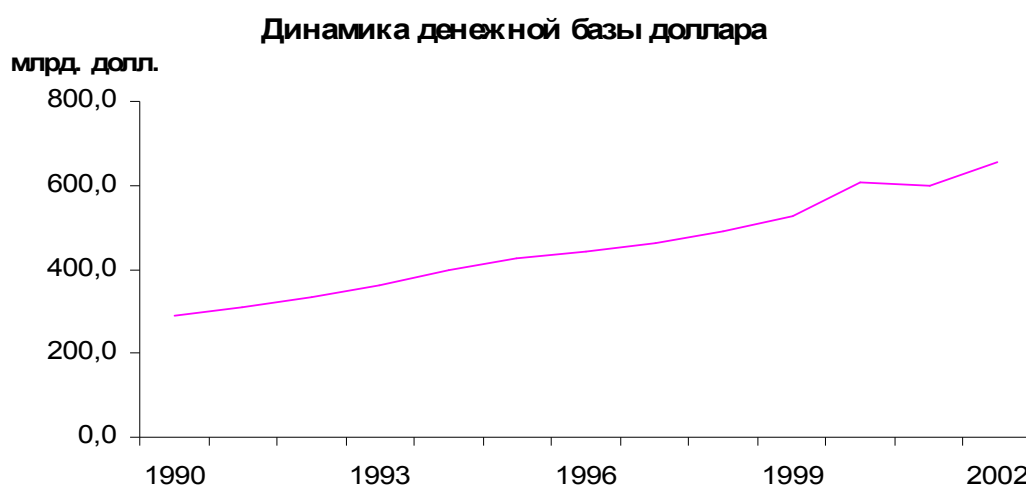


Рис. 6.1

Источник: Federal Reserve Statistical Release за соответствующие периоды.

Соответственно, с учетом мультипликатора, росла и денежная масса, и поддерживался экономический рост (табл. 6.1)

Таблица 6.1

США: темпы роста ВВП и агрегат М2 (1990-2003 гг.)

	1990	1995	1997	2000	2001	2002	2003
М2, трлн. долл.	3,3	3,7	4,1	5	5,5	5,8	6,1
Темпы роста денежной массы (1990=100)	100	112	124	152	167	176	185
ВВП, трлн. долл.	5,8	7,4	8,3	9,1	10,1	10,5	11
Темпы роста ВВП (1990=100)	100	128	143	157	174	181	190

Рассчитано по: Federal Reserve System, Bureau of Economic Research за соответствующие годы.

Поэтому коль скоро ставится задача роста ВВП, очевидно, что этот процесс должен сопровождаться ростом денежной массы. В этой связи представляется оправданной политика ЦБР, направленная на постепенное увеличение денежной массы в экономике. При этом мы должны иметь в виду, что с одной стороны слишком быстрое "накачивание" экономики деньгами может иметь негативные последствия. С другой,- если речь будет идти о росте денежной массы с поправкой на инфляцию и на рост ВВП в несколько процентов в год (как это имело место несколько лет назад, то это может существенно сузить возможности роста для экономики. Столь умеренный рост может иметь место, когда речь идет о "точной подстройке" – "fine-tuning", которая наблюдается в ведущих странах, чьи экономики монетизированы и где требуется лишь небольшая коррекция, учитывающая особенности текущей экономической ситуации.

В российских условиях, когда речь шла о более чем 1000%-м сжатии денежной массы и снижении уровня монетизации экономики почти в 8 раз, мы сталкиваемся с проблемой, имеющей фундаментальный, системообразующий характер. Что может быть

особенно нежелательно в условиях быстроменяющейся мировой экономики и глобальной конкуренции.

И мы покажем позднее, что это сжатие создало ситуации, при которой экономика стала принимать дополнительные денежные ресурсы без адекватного роста цен.

При этом особое внимание следует уделять тому, чтобы финансовая сфера обеспечивала стимулирующую роль для экономики, не создавая при этом серьезных дестабилизирующих рисков и позволяя также проводить необходимые структурные преобразования.

Очевидно, что эффективное использование финансовых механизмов позволяет на деле реализовывать те системные задачи, которые ставятся современной конкурентной средой перед экономикой и без решения которых говорить о создании полноценной и устойчивой экономической системы, способной упрочить свои позиции в глобальной конкуренции вряд ли возможно.

Некоторые подходы структурной политики

Важнейшую роль в формировании тех основ, на которые опирается любая экономическая система, должны играть экономические подходы, позволяющие сформировать структуру экономики, адекватную современным глобальным вызовам.

И здесь особенно важно выделить первоочередные направления развития с учетом усиления международной конкуренции в глобализирующемся мире.

России необходимо "вписаться" в быстроразвивающуюся экономическую и промышленную среду. При этом современные реалии базируются на развитии инновационной экономики, производстве продукции, требующей высококвалифицированного труда и основывающейся на энерго- и материалосберегающих технологиях. Все это должно вести к усилению

конкурентоспособности. При этом сама структура российской экономики должна становиться более "прогрессивной" за счет повышения роли наукоемких и высокотехнологичных производств, обрабатывающей промышленности в целом.

Подходы к выработке современной промышленной политики, как представляется, должны быть более системными и не могут ограничиваться лишь формированием некоего набора высокоэффективных проектов (как это пыталось делать Минэкономики России в середине 1990-х гг.).

Система приоритетов государственной промышленной политики по определению отличается от приоритетов коммерческих или инвестиционных банков, у которых максимизация прибыли является одной из главных задач.

Задачи государственной промышленной политики носят гораздо более "системообразующий" характер. Ведь состояние промышленности во многом определяет и положение страны в целом.

Именно она призвана обеспечивать разумный баланс между высокоэффективными отраслями - "локомотивами" экономического роста и менее эффективными сферами, без которых и передовые отрасли не смогут полностью раскрыть свои возможности.

Более того, на наш взгляд, в рамках указанных подходов следует формировать "несущие конструкции", необходимые для нормального функционирования любой экономической системы. Только при проведении государственной промышленной политики возможна реализация долгосрочных масштабных программ, требующих больших инвестиций, отдача от которых может наступить через десять—двадцать лет (таких, как освоение космоса или разработка новых сложных технологий). Причем здесь важны и геоэкономические и стратегические аспекты с точки зрения обеспечения экономической безопасности страны и сохранения ее экономического суверенитета.

В таком развитии, очевидно, заинтересован и частный сектор. Масштабы и сроки выполнения возникающих сегодня задач часто

превышают возможности даже крупных компаний. Однако ни у кого не возникает сомнения, что прочные "инфраструктурные тылы", развитая научная база, наличие наукоемких разработок укрепляют позиции государства и национального бизнеса в стране и за рубежом и позволяют реализовать конкурентные преимущества, основанные на передовых технологиях и "экономике знаний".

Действию рыночных сил в целом присущ более прикладной, короткий временной "горизонт", и многие из важных сфер экономики остаются за рамками текущих интересов бизнеса. Поэтому требуется система мер прямого и косвенного государственного регулирования, обеспечивающих необходимый характер промышленного развития и способствующих укреплению внутри- и внешнеэкономического положения страны. Она должна основываться на критериях, согласно которым соответствующие направления хозяйственной деятельности или отрасли в целом станут предметом первоочередного внимания. К таковым, в частности, могут относиться показатели экономического роста, причем учитывающие не только вклад самой рассматриваемой отрасли, но и мультипликативный эффект, когда развитие одной отрасли приводит к росту смежных производств. Большое значение имеет и фактор увеличения занятости.

Помимо чисто экономических критериев важную роль играют факторы "социальной значимости", системообразующие, стратегические и иные параметры. Особо отметим территориальный аспект промышленного развития. Для обеспечения его большей пространственной равномерности необходимо использование широкого набора рычагов, представляющих разные направления экономической политики.

Немного об опыте наших конкурентов

В США, в частности, активно используется Закон о региональных (общинных) реинвестициях, стимулирующий

инвестиции на местном уровне и развитие инвестиционных программ, характеризующихся невысокой эффективностью. Контроль за реализацией данного Закона осуществляют ФРС, Минфин, другие ведомства. Хотя формально параметры, формирующиеся на его основе, носят "рекомендательный" характер, участники рынка стараются их строго соблюдать, поскольку в противном случае это будет приниматься во внимание при вынесении соответствующих решений ФРС. Более того, в зависимости от выполнения названного закона на них распространяется действие иных актов. Так, одним из законов – Гласса–Стигала, - принятие которого было обусловлено еще последствиями Великой депрессии, накладывались существенные ограничения на участников рынка. С учетом того, что современная ситуация в США не требовала столь радикального регулирования, он был отменен и вместо него был принят более либеральный Закон Грэма–Лича–Блайли. Причем целый ряд нововведений не распространяется на нарушителей Закона о региональных реинвестициях, которые вынуждены работать по прежним более жестким правилам.

Для выравнивания финансовых возможностей регионов в США взаимопроникновение американских банков в другие штаты долгое время ограничивалось. Только в 1980-е гг. был принят принцип взаимности при таком доступе, и лишь к началу 1990-х гг. подобная практика получила повсеместное распространение и была обобщена в Законе Ригли-Нила.

До недавнего времени оставались в силе нормативы, влиявшие на процентные ставки (правило Q и др.), которые устанавливали, в частности, “потолок” процента по ряду операций, что удешевляло использование ресурсов.

Очень целенаправленно и активно проводится экономическая политика в Японии, что сделало возможным существенное укрепление экономики и выход ее на ведущие позиции в мире - явление, получившее название "японское экономическое чудо". В результате Япония из страны с разрушенной экономикой

превратилась во вторую по мощи промышленно развитую страну, с успехом конкурирующую любыми развитыми государствами.

В этой связи укажем, что японский опыт регулирования столь масштабен, что требует отдельного рассмотрения. Обратим внимание лишь на то, что в целях регулирования финансовых потоков там вплоть до середины 1990-х гг. действовало инвестиционное правило “5-3-3-2”, предписывавшее участникам рынка, в том числе пенсионным фондам и другим крупным инвесторам, структуру инвестиционного портфеля. Активно проводится политика удешевления кредитных ресурсов. Ставки Центрального банка в конце 1990-х гг. приближались к нулевым значениям. Применяются различные экономические нормативы для перенаправления ресурсов японских банков из-за рубежа на внутренние операции.

Естественно, в первую очередь возникает желание более внимательно рассмотреть те экономические подходы, механизмы и рычаги, на которые делался упор при решении экономических проблем и которые обусловили столь радикальный прорыв⁵².

Важнейшее место в японских экономических подходах занимала именно промышленная политика с акцентом на структурные преобразования, создание условий для капиталонакопления и инвестиций. Активно использовался зарубежный технологический опыт.

Большое внимание уделялось определению промышленных приоритетов, развитие которых было наиболее важно для укрепления и развития японской экономики. При этом среди критериев рассматривались такие, в частности, как кумулятивный эффект на сопряженные отрасли, высокие темпы производительности, расширение занятости, высокая эластичность спроса на их продукцию по доходу (то есть связь между ростом, например, потребительских доходов и спросом на определенную

⁵² Данный вопрос требует отдельного исследования поэтому в рамках нашей работы мы затронем лишь некоторые важные аспекты.

продукцию). Учитывались факторы импортозамещения, развития экспорта, повышение конкурентоспособности и некоторые другие.

Для того чтобы обеспечить реальное выполнение поставленных задач широко использовались различные рычаги и механизмы поддержки и стимулирования.

Так, применялась система ценовых субсидий, которые в первую очередь использовались применительно к приоритетным производствам. Помимо прямых субсидий из бюджета применялись льготные кредиты государственных банков. В свою очередь, коммерческие банки были также фактически обязаны предоставлять кредиты приоритетным отраслям. При этом для снижения рисков такого кредитования коммерческим банкам предоставлялись гарантии центрального банка, а также принимались векселя для переучета. Помимо этого Банк Японии также использовал прямое кредитование японских коммерческих банков (только в 1950 г. размер займов составил около 270 млрд. иен) и практику удешевления кредитов - через снижение процентных ставок. Эти подходы широко применяются ведущими странами, такими, как США, Япония, и в настоящее время.

При этом на коммерческие банки налагались нормативы и лимиты по объемам и направлению предоставляемых им средств (в том числе обозначался перечень сфер "предпочтительного кредитования", вновь в увязке с намеченными приоритетами. Осуществлялся достаточно жесткий контроль за соблюдением указанных правил. В случае нарушений банки лишались возможности впредь и на прежних условиях такие ресурсы получить в ЦБ.

Напомним, в этой связи, что в США по некоторым видам деятельности схожая логика применяется до сих пор (!), в частности, в соответствии с Законом об общинных реинвестициях - "Community Reinvestment Act", который нами рассматривался выше.

Одновременно осуществлялся жесткий контроль за движением капиталов, валютными операциями и внешней торговлей.

В докладе японского Института промышленной политики и института национальной экономики подчеркивалось, что "успех в деле либерализации экономики может быть обеспечен только при условии введения на начальном этапе жесткого административного контроля"⁵³.

Либерализация начала осуществляться тогда, когда японская экономика укрепила свои позиции и была на подъеме. При этом, (как оно и должно быть), сначала либерализовывались внешнеторговые операции и лишь затем - валютные операции и движение капиталов. Возвращаясь к современной практике, отметим, что актуальность данных подходов достаточно высока применительно, в частности, к России, где часто демонстрируется иная последовательность подходов (о чем нами также уже говорилось).

Подходы к реализации структурной и, в частности, промышленной политики должны быть адекватны задачам, стоящим перед экономикой. Иначе можно опять свести дискуссию к разговорам об "ограниченных возможностях" экономики, о ценах на нефть, о необходимости дальнейшего обесценения национальной валюты и поиска небольшого числа высокоэффективных и быстрокупаемых проектов. Чтобы государственная промышленная политика стала играть по-настоящему важную роль при выработке направлений развития страны, необходимо внести существенные коррективы в принятые подходы в экономической политике. При этом необходимо опираться на вполне конкретные подходы и механизмы, которые позволят **реально** - не на словах, а на деле решить стоящие перед экономикой задачи. Естественно в условиях "финансового голода" или фрагментарно выделяемого

⁵³ Возможности использования опыта послевоенных реформ в Японии для России /Научно-исследовательский институт промышленной политики; Научно-исследовательский институт национальной экономики. – Токио, 1995. – С. 37.

финансирования лишь для решения текущих задач осуществить системные преобразования вряд ли возможно.

Вновь о монетизации экономики

Сама монетизация должна рассматриваться как долгосрочная системная проблема, которую следует решать в увязке с приоритетами структурной политики. Поэтому увеличению монетизации должна предшествовать серьезная работа по созданию механизмов, не допускающих разбалансировку рынка (как это делалось в ведущих странах).

Понятно, что сказанное предполагает филигранную работу, требующую аккуратных, взвешенных подходов во избежание дестабилизации положения на других сегментах рынка, провоцирования инфляции.

При формировании указанных подходов нужно учитывать и специфику российской ситуации.

О прогнозах

М. Ершов (2000 г.): Немонетизированные операции, осуществляемые в экономике, могут в значительной степени способствовать эффективному расширению капитальной базы экономики. При этом следует иметь в виду, что в условиях отсутствия валютной паники российская экономика уже демонстрировала способность принимать дополнительные рублевые ресурсы на безынфляционной основе...

В целом, очевидно, пополнение ликвидности должно сочетаться с нормализацией структуры денежной массы через постепенное вытеснение тех ее компонентов, которые возникли стихийно, минуя каналы ЦБ, а потому в меньшей степени поддаются централизованному регулированию, что снижает эффективность денежно-кредитной политики.

Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). – М.: Экономика, 2000. – С. 317-319

Последующее развитие ситуации в значительной степени подтвердило указанное предположение. Начавший отмечаться с 2001 г. не только номинальный, но и реальный рост денежной массы сопровождался сокращением неплатежей (табл. 4.5) и при этом не вызывал сопоставимого роста цен (табл. 6.2). При этом также отмечалась нормализация структуры расчетов и денежной массы в целом.

Таблица 6.2

Рост денежной массы М2 и индекса цен России (2000-2004 гг.)

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004	Итого темпы прироста к 2000 – 2004 гг.
М2 (темпы годового прироста в %)		61,7	39,7	32,4	50,5	350,0
Индекс потребительских цен (в среднем за период с начала года в годовом исчислении)	20,8	21,5	15,8	13,7	9,2*	193,2

* Оценка.

Рассчитано по: Материалы Банка России, Госкомстата за соответствующие годы.

В результате даже Центральный Банк РФ был вынужден признать, что "в последние годы наблюдается ослабление краткосрочной взаимосвязи между денежными агрегатами и индексом потребительских цен"⁵⁴. Далее, по оценкам ЦБ, и в 2004 г. ожидается, что темп роста денежной массы составит 32-37% при том, что инфляция должна составить менее 10%⁵⁵.

Учитывая, что данная закономерность отмечается уже в течение ряда лет, речь идет уже не просто об "ослаблении краткосрочной взаимосвязи", а о значительно более системных особенностях.

Более того, растущие цены не вызвали адекватного обесценения рубля (рис. 6.2).

⁵⁴ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 г. (проект) / ЦБ РФ. С. 3.

⁵⁵ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 г. (проект) / ЦБ РФ. С. 3.

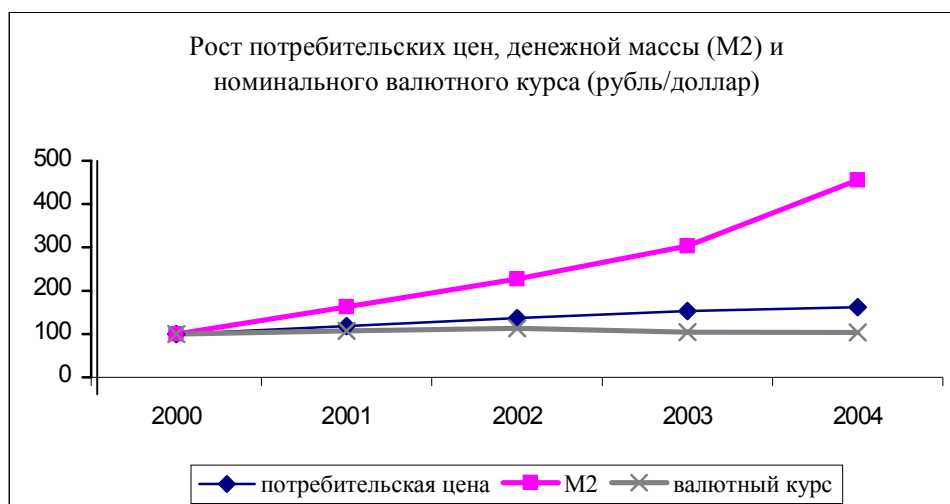


Рис. 6.2

Это вполне соответствует сделанным нами ранее оценками того, что "большая степень недооценки курса рубля относительно доллара на начальном этапе обусловила большую "сопротивляемость" курса росту цен *.

Важнейший вопрос, делающий монетизацию не просто формальным инструментом, создающим для экономики нормальные условия, а превращающей ее в один из центральных, узловых моментов всей экономической политики - это вопрос об ее источниках и механизмах.

От источников и механизмов монетизации будут зависеть возможности проведения в стране автономной экономической политики.

Механизмы и источники монетизации экономики

В общем плане отметим, что монетизация может опираться на два базовых источника – внутренний и внешний.

И в том, и другом случае, первичным источником ресурсов являются центральные банки соответствующих стран. Попадая на рынок, эти ресурсы могут затем перетекать между различными секторами экономики, а также между странами, отчасти добавляя ресурсы в экономику. Поэтому привлечение внешних ресурсов может сыграть определенную роль.

Но с точки зрения основ национальной финансовой системы у истоков ее формирования должен стоять национальный центральный банк (мы это уже показали выше и еще вернемся к рассмотрению данного вопроса)

Поэтому и в процессе монетизации российской экономики важную роль должны были бы играть механизмы самого Центрального банка, который должен выступать в своей важнейшей роли "кредитора последней инстанции". Однако, как следует из политики, проводимой за 1990-е -2000-е гг., механизмы расширения ликвидности с участием ЦБ опирались в решающей мере на приток валюты, (которая, заметим, сама эмитировалась иностранными центральными банками). При том, что внутренние механизмы увеличения ликвидности со стороны ЦБ РФ не использовались, увеличить денежную базу можно было лишь на величину валютных поступлений.

Интересно, насколько неизменными были официальные заявления самого ЦБ по указанному вопросу.

1999 г: "основным источником роста денежной базы стало увеличение чистых международных резервов, составившее почти 100% ее прироста"⁵⁶.

2000 г.: "прирост денежной базы полностью определялся увеличением чистых международных резервов..., которое в значительной мере произошло за счет покупки иностранной валюты Банком России на внутреннем рынке"⁵⁷.

2001 г.: "прирост денежной базы полностью определялся увеличением чистых международных резервов органов денежно-кредитного регулирования"⁵⁸.

2002г: "основным источником увеличения денежного предложения продолжает оставаться покупка Банком России иностранной валюты"⁵⁹.

⁵⁶ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2000 г – С. 7.

⁵⁷ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2001 г – С. 13.

⁵⁸ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 г – С. 15.

2004 г.: "денежное предложение формируется в основном через приобретение Банком России иностранной валюты"⁶⁰.

Согласно проекту "Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 год", "основным фактором изменения денежного предложения останутся операции Банка России по покупке и продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке"⁶¹.

Эти подходы, по сути, закрепляют курс на формирование в стране экспортоориентированной экономики, в которой центральное место и в формировании финансовых ресурсов, и в определении характера развития экономики в целом, и в обеспечении экономического подъема отводится экспортным отраслям. В таких условиях внутренний спрос играет подчиненную роль, а на первый план выходят факторы мировой конъюнктуры и внешнего спроса. В соответствии с названными подходами выстраиваются и механизмы финансовой и денежно-кредитной политики. Они начинают выполнять некие пассивные, вторичные функции с ориентацией на приток экспортной выручки и иностранных инвестиций в качестве важнейших источников финансирования экономики.

Мы уже указывали ранее на некоторые изъяны данного подхода. К наиболее существенным следует отнести то, что в результате консервируется сырьевая направленность российской экономики, поскольку важнейшим источником рублевого спроса в подобной ситуации являются экспортеры сырья – продавцы валюты.

Действительно, именно они, продав свою валютную выручку и получив рубли, формируют внутренний рублевый спрос. В результате вся остальная экономика вынуждена ориентироваться на

⁵⁹ См.: Центральный банк Российской Федерации. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2003 г. (проект от 08.08.2002). - С. 11.

⁶⁰ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 г. (проект) – С. 4.

⁶¹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2005 год. – С. 24.

сырьевой сектор рынка как основного "заказчика" услуг других секторов.

Те же подходы, которые практикуются в ведущих развитых странах, и которые делают там бюджет главным фактором предложения ресурсов в экономике дают иной результат. Они позволяют более равномерно формировать "очаги" роста и спроса. При этом приоритеты экономической политики финансируются через бюджетные каналы, а уже затем эти ресурсы мультиплицируются и поступают в остальные сектора экономики, производя по "цепочке" спрос и стимулируя рост в смежных и иных отраслях. Долгосрочные бумаги, на основе которых (среди прочих инструментов) осуществляется эмиссия, напомним, занимают до 50–70% в общем портфеле госбумаг, находящихся у центральных банков, что закладывает базу инвестиционных процессов, обеспечивая приток "длинных" денег в экономику.

Ставка на приток валюты в отечественной экономической политике, очевидно, увеличивает зависимость всех внутриэкономических процессов от мировой экономической и политической конъюнктуры. Кроме того, подобная ориентация, по сути, отодвигает на второй план мощнейшие рычаги экономической политики, которыми располагают ЦБ и Минфин. В частности, если ЦБ не применяет свои инструменты формирования финансовых ресурсов (механизмы рефинансирования, эмиссионные рычаги, управление процентными ставками и др.), то в таких условиях сам бизнес и экономика в целом фактически могут использовать лишь внешние источники финансовых ресурсов, что только способствует наращиванию внешней задолженности.

И что не менее, а может быть и более важно, при указанных подходах такой мощный инструмент денежно-кредитной политики, да и всей экономической политики в целом, как процентные ставки, лишается возможности влиять на экономику.

По сути ранее, да в некоторой степени и сейчас, речь идет об использовании принципов так называемого золотовалютного стандарта, от которых ведущие страны были вынуждены отказаться

еще в 1971 г. (о чем мы подробно говорили в 1гл.). “Привязка” к другой валюте также является основой и уже рассмотренного валютного правления – “currency board” (предполагающего внешнее управление эмиссией). Подобные подходы, напомним, применяются в небольших экономиках, бывших колониях или странах, для которых такой внешний эмиссионный центр – основной экономический партнер. Более того, происходит утрата центральными банками таких стран основных рычагов денежно-кредитной политики⁶². Их центральные банки фактически перестают выполнять свои основные функции, полностью связывая свою денежно-кредитную политику с денежно-кредитной политикой “страны-метрополии”.

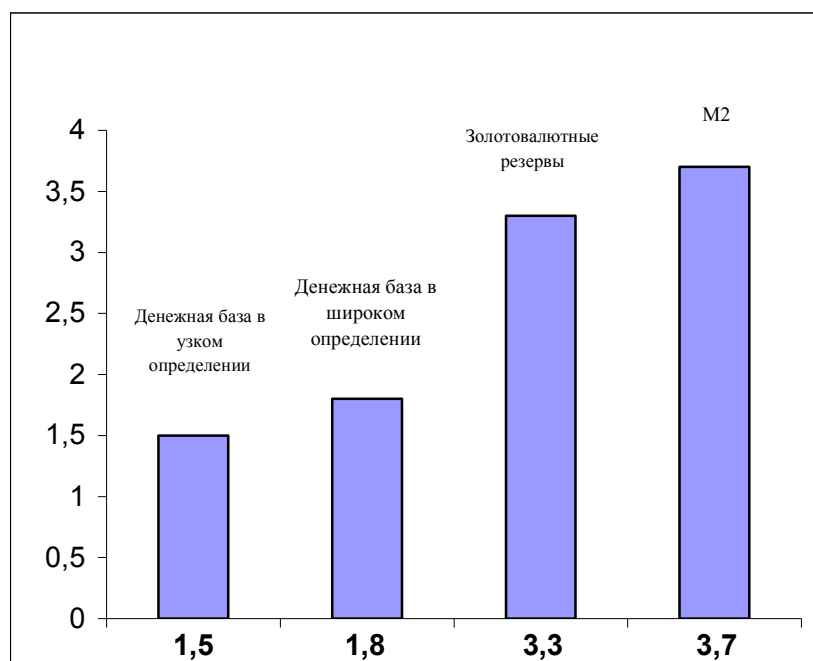
Конечно, в нашем случае дополнительное обеспечение рублевой массы валютой (особенно учитывая предстоящие долговые выплаты) выступает стабилизирующим фактором. При этом, однако, мы ставим все внутренние процессы (экономический рост, инвестиции) в очень сильную зависимость от конъюнктуры внешнего рынка. Кроме того, это консервирует сырьевую ориентацию экспорта. Сколько еще потребуется вывезти нефти, или насколько должен вырасти внешний долг если только за счет валюты решать проблему капитализации экономики, да и все остальные внутренние проблемы страны?

В развитие уже приводимых сравнений по формированию денежной базы рубля и доллара (см. гл. 1) еще раз подчеркнем, что к середине 2000-х гг. зависимость от валюты в формировании рублей еще больше возросла.

В настоящее время мы имеем ситуацию, при которой не только денежная база полностью покрыта резервами, но они покрывают и бо'льшую часть всей денежной массы (M_2) (рис.6.3.). Другими словами, речь может идти о такой абсурдной ситуации, когда Центральный Банк может полностью стерилизовать почти все финансовые ресурсы экономики, изъяв их из обращения.

⁶² Еще раз напомним оценки IMF. Frameworks for Monetary Stability. Wash., 1994, p. 198–203.

Рис.6.3. Денежная база, золотовалютные резервы и агрегат M2 России, 2004
г (трлн. руб.)



Источник: по материалам ЦБ РФ.

При этом необходимо повторить, что если проблема увеличения ресурсов в экономике в целом и капитализации банковского сектора, в частности, будет решаться с опорой на внешние ресурсы во всех формах – экспортные нефтедоллары, иностранные инвестиции, внешние кредиты, то в этом случае российская экономика будет полностью зависеть от состояния мировой конъюнктуры и от тех условий, которые выдвигаются международными кредиторами. Упор на внешние ресурсы для расширения внутренней ликвидности и обеспечения экономического роста тем более не бесспорен с учетом возможного ухудшения международной конъюнктуры и, значит, снижения валютных поступлений.

У большинства отечественных макроэкономистов вообще нет ясного ответа на вопрос, как финансировать экономический рост и увеличивать денежную массу при неблагоприятной внешней конъюнктуре. Ведь экономический рост в России не сводится

исключительно к наращиванию экспорта, как это зачастую имело место в колониальных “экспортных” экономиках. Как свидетельствуют оценки ЦБ РФ, “начиная с 2000 года, определяющими для роста российской экономики стали внутренние факторы спроса”⁶³.

Очевидно, при формировании ресурсной базы экономики и финансировании экономического роста целесообразно делать основной упор на внутренние механизмы капитализации, как это происходит в развитых странах, причем при активном использовании инструментов центральных банков (в том числе возможны меры по увеличению мультипликатора и др.). При этом валютная составляющая, при всей своей важности, должна иметь дополняющие функции⁶⁴.

Как формируются финансовые ресурсы в ведущих странах

Центральные банки всегда традиционно считались эмиссионными центрами. В наших условиях эта, применявшаяся во всех основных странах практика (особенно на этапе формирования финансовых систем), практически не считается допустимой или возможной.

Обратимся, однако, к статистике центральных банков ряда развитых стран. Из них следует, что источники формирования денежной базы, то есть “первичных денег”, представляющих основу денежной массы, и в США, и в Японии почти на 80% складывались за счет “чистой” эмиссии. У истоков денежных систем этих стран в том виде, как они существуют сейчас,

⁶³ См.: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 год, с. 47 (проект от 01.10.2001).

⁶⁴ Здесь следует иметь в виду весь круг вопросов, связанных с валютным курсом, по которым у нас также присутствует немало искаженных представлений (см. подробнее: Ершов М. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х)).

находились национальные денежные власти, использовавшие сугубо внутренние механизмы капитализации.

Как показывает баланс Центрального банка США, объемы государственных казначейских облигаций, находящихся на балансе Федеральной резервной системы (т.е., по сути, накопленная эмиссия), составляли к концу 1990-х гг. около 500 млрд долл.,¹⁵ в то время как величина денежной базы – около 600 млрд долл. В начале 2000-х гг. денежная база доллара составила около 750 млрд долл., а величина госбумаг на балансе ФРС, используемых при формировании базы – почти 700 млрд долл. – или свыше 90% всех от всех источников ее формирования (табл.6.4.).

Источники формирования денежной базы иены в начале 2000-х гг. представлены в таблице 6.3. Она характеризует каналы увеличения (+) или сокращения (-) ликвидности в экономике, используемые Банком Японии. Из данных таблицы 6.3 видно, что чистое приобретение Центральным банком Японии одних только правительственных облигаций на величину свыше 50 трлн. иен составило около 70% формируемой денежной базы. На золото и валютные активы приходится менее 5%. Причем, в обеих странах роль госбумаг в формировании денежной базы экономики из года в год существенно не меняется, даже в годы профицита бюджета, а сама их абсолютная величина на балансе претерпевает текущие корректировки в зависимости от конкретных параметров денежно-кредитной политики.

Таблица 6.3

**Формирование денежной базы иены, июль 2004 г.
(трлн. иен)**

Покупка правительственных облигаций	66,5
Продажа правительству правительственных облигаций	-12,6
Приобретение казначейских и финансовых векселей	25,6

Векселя и другие ценные бумаги, купленные у финансовых институтов (в т.ч. на условиях РЕПО)	29,2
Векселя, выставленные Центральным банком и проданные финансовым институтам	0
Кредиты различным институтам, в том числе государственной страховой корпорации и др.	0,3
Депозиты правительства	-7,9
Прочие (золото, валютные активы, резервы на потери, депозиты в агентствах)	3,9
Итого: денежная база	74

Источник: Bank of Japan, Policy Planning Agency, 2004.

Таблица 6.4

**Формирование денежной базы доллара, июль 2004 г.
(млрд. долл.)**

Покупка казначейских ценных бумаг	693,5
Механизмы РЕПО	21,5
Прочие (активы, выраженные в иностранной валюте)	38,5
Итого: денежная база	753,5

Источник: Federal Reserve Board, 2004.

Рассмотрим, как с учетом рассмотренных выше особенностей подходов ЦБ выглядят показатели денежной программы на 2004 год (см. табл. 6.5).

Таблица 6.5

Показатели денежной программы на 2004 год (млрд. рублей)*

	1.01.04 (факт)	1.07.04 (факт)	Прирост за первое полугодие	01.01.2005		Прирост за 2004 год (по оценке)
				Програм ма **	оценка	
Денежная база (узкое определение)	1399	1528	130	1624	1740	342
- наличные деньги в обращении (вне Банка России)	1225	1351	127	1393	1639	414
- обязательные резервы	174	177	3	230	101	-73
Чистые международные резервы	2117	2493	377	2349	2903	786
- валовые международные резервные активы Банка России и Правительства РФ	2266	2615	349	2451	3004	738
- международные резервные обязательства Правительства РФ	149	122	-28	102	101	-48
Чистые внутренние активы	-718	-965	-247	-726	-1163	-444
Чистый кредит расширенному правительству	-181	-567	-386	-191	-798	-617
- чистый кредит федеральному правительству	-79	-394	-315	-131	-670	-591
- остатки средств на счетах субъектов РФ, местных органов власти и государственных внебюджетных фондов РФ	-101	-173	-72	-60	-128	-27
Чистый кредит банкам	-406	-270	136	-254	-283	123
- валовый кредит банкам	17	48	31	32	56	40
- корреспондентские счета кредитных организаций, депозиты банков в Банке России и другие	-422	-317	105	-286	-339	83

инструменты абсорбирования сводной банковской ликвидности						
Прочие чистые неклассифицированные активы	-132	-129	4	-281	-82	50

* Показатели программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2004 г.

** Базовый вариант, представленный в "Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2004 год".

Источник: Банк России.

Таблица на более подробном операционном уровне показывает структуру потоков, поступающих в экономику (+) и изымаемых из нее (-).

Как мы видим, рост чистых международных резервов сопровождается параллельным сокращением чистых внутренних активов и параллельным изъятием средств субъектов внутренней экономики, являющие собой стерилизационные операции. А вся денежная база, формирующая финансовую основу экономики полностью замыкается на внешние финансовые ресурсы. При этом, по планам на 2005 год указанная картина становится еще более отчетливой.

Очевидно, что речь идет о двух принципиально различных подходах. В основе одного из них - лежат национальные механизмы денежных властей, позволяющие формировать основы финансовой сферы и обеспечивать решение приоритетных структурных и текущих задач вне зависимости от мировой конъюнктуры и условий международных кредиторов.

В другом случае выбран подход, основывающийся в решающей степени на внешнюю сферу со всеми вытекающими ограничениями и рисками.

При этом для еще более "сфокусированного" использования формируемых финансовых потоков в развитых странах используются различные механизмы управления такими потоками.

Большое значение играет формирование того спроса, который будет удерживать ресурсы на соответствующих сегментах рынка. Перед странами стоит задача уменьшить возможность бессистемного движения ресурсов, которое может серьезно дестабилизировать экономическое положение. Поэтому столь интенсивно используются специальные рычаги, стимулирующие или ограничивающие движение финансовых потоков.

Ещё раз напомним и о "Законе о региональных инвестициях", Законе Ригли-Нила, правиле Q и др., используемых в США и целом ряде правил ("5-3-3-2" и др.), применяемых в Японии.

Однако все эти меры опирались на сложившиеся банковские и финансовые системы, где центральное место занимают национальные денежные власти и банковская система, которая в первую очередь реагирует на сигналы отечественных органов регулирования, а не иностранных, как это имеет место, когда зарубежные банки, работающие в стране, вынуждены также подчиняться решениям своих денежных властей. Именно поэтому и в Японии, и в других странах для недопущения развала национальных банковских систем в условиях кризиса последним оказывается мощная государственная поддержка (напомним данные табл. 7 гл. 3). При этом в той же Японии условиями предоставления такой поддержки иногда были встречные обязательства участников рынка по проведению необходимой кредитной политики.

С учетом сказанного следует ещё раз подчеркнуть, что в условиях мощной международной конкуренции российская экономика может рассчитывать на успех, если будет опираться на весь арсенал средств и рычагов экономической политики и подходы к реализации экономической политики должны быть адекватны задачам, стоящим перед экономикой. Иначе можно опять свести дискуссию к разговорам об "ограниченных возможностях" экономики, о ценах на нефть, о необходимости дальнейшего обесценения национальной валюты и поиска небольшого числа высокоэффективных и быстрокупаемых проектов. Чтобы задачи и

приоритеты экономической политики начали соответствовать требованиям реальной подготовки страны к эффективной глобальной конкуренции, необходимо - подчеркнем это еще раз – с большим вниманием подойти к анализу имеющихся рычагов и механизмов, которые используются в других странах

Об источниках “длинных” денег в экономике

В развитых странах национальные денежные власти играют и решающую роль в формировании длинных финансовых ресурсов. Именно здесь свою ведущую роль играет тесная координация между министерствами финансов и центральными банками соответствующих государств. Центральные банки, выполняя роль и кредитора последней инстанции и главного эмиссионного центра по сути на основе своих механизмов дают экономике долгосрочный кредит. Причем, указанная связка имеет еще более системообразующий характер, поскольку в первую очередь указанные средства направляются на решение приоритетных экономических задач.

Напомним, что согласно балансам Банка Японии и ФРС США, они имеют значительные портфели государственных бумаг, которые играют важную роль при осуществлении эмиссии.

Причем, портфелях госбумаг и ФРС, и Банка Японии большая часть приходится на “длинные” инструменты (см. табл. 6 и 7). Так, в Банке Японии бумаги со сроком погашения свыше 5 лет составляют более 40 трлн иен, т.е. свыше 50% его общего портфеля госбумаг. В ФРС на такие бумаги приходится около 130 млрд. долл., или около 20% его госпортфеля, притом, что еще более 170 млрд. долл. (30% госпортфеля) составляют инструменты со сроками от 1 до 5 лет.

Очевидно, что формально первоначальным получателем таких ресурсов является бюджет. Однако на последующих этапах эти ресурсы поступают в экономику – через соответствующие

бюджетные программы, подключение субподрядчиков, выплату зарплат и т.д. И хотя на каждом последующем этапе "длина" перетекающих ресурсов постепенно уменьшается, учитывая большую долгосрочную основу выделяемых ресурсов, во всей экономике, по мере их притока, объем длинных денег также растет (косвенно это подтверждается большей долей "нетранзакционных" ресурсов (т.е. ресурсов с уменьшенной ликвидностью в общей структуре денежной массы (рис. 6.5).

Таблица 6.6

**Правительственные облигации Японии, находящиеся на балансе
Банка Японии (декабрь 2003 г.)**

Срок обращения	трлн. иен	Доля в общем портфеле госбумаг, находящихся у Банка Японии, %
от 1 года до 5 лет	13	14
6 до 10 лет	39	42
20 лет	10	11
Итого	62	67

Источник: Bank of Japan, Policy Planning Agency, December 2003.

Таблица 6.7

**Правительственные облигации США, находящиеся на
балансе Федеральной резервной системы (декабрь 2003 г.)**

Срок обращения	млрд. долл.	Доля в общем портфеле госбумаг, находящихся у ФРС, %
от 1 года до 5 лет	179	27
от 5 до 10 лет	51	7
свыше 10 лет	77	12
Итого	307	46

Источник: Federal Reserve Statistical Release, December 2003.

При этом бюджетные инструменты в целом занимают важное место в формировании всей денежной базы в ведущих странах.

На рисунке 6.4 показаны основные каналы формирования ресурсной базы доллара США и японской иены, которые используются соответственно Банком Японии и Федеральной резервной системой (ФРС) США. Денежная база, которая приводится на рисунке, является показателем, фактически отражающим величину всей эмиссии американских долларов и японских иен, которые в настоящее время имеют хождение в мире. Как можно видеть, почти на 80% Банк Японии формировал ресурсы под бюджетные задачи – об этом свидетельствует величина государственных ценных бумаг, находящихся на балансе Банка Японии, под которые он эмитировал иены.

Аналогичная картина наблюдается в США, где более 80% всех долларов, имеющих хождение в настоящее время в мире, в момент своего первоначального появления были эмитированы в результате финансирования различных бюджетных программ. А уже потом эти ресурсы, мультиплицируясь, превращаются в соответствующие агрегаты денежной массы и попадают на вторичный рынок.

При этом подобные подходы носят достаточно устойчивый характер из года в год, претерпевая лишь незначительные изменения (являющиеся скорее следствием денежно-кредитной «подстройки»). И даже в годы бюджетных профицитов, которые должны были бы по идее уменьшить роль "бюджетного фактора", структура портфелей менялась несущественно, поскольку сжатие или переброска ресурсов на другие цели могла бы существенно нарушить характер экономического развития, что было нежелательно.

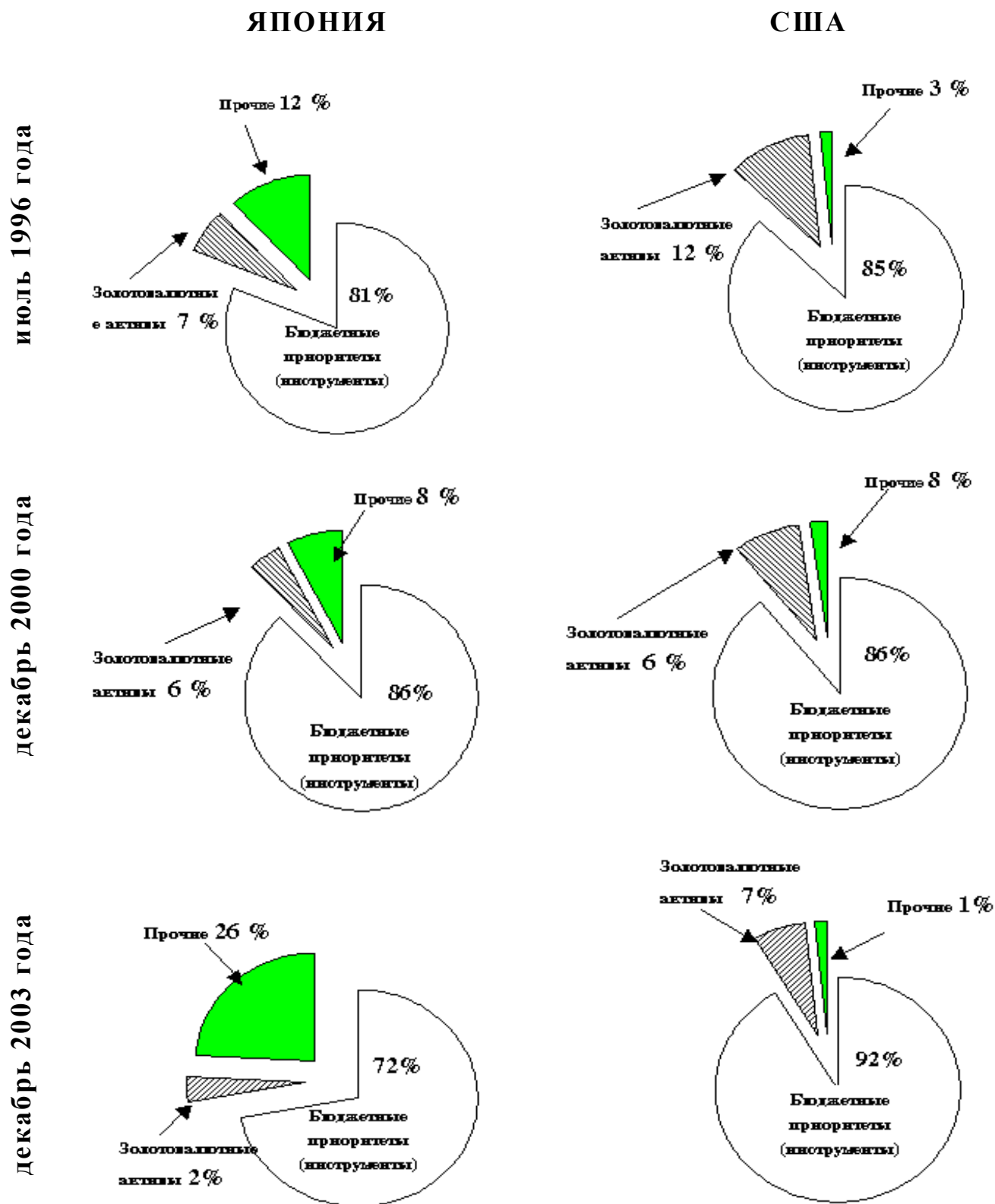


Рис. 6.4. Формирование Банком Японии денежной базы иены и ФРС США денежной базы доллара.

Рассчитано по: Bank of Japan, Policy Planning Agency, Federal Reserve Statistical Release за соответствующие периоды.

Приведенные данные принципиально меняют картину экономических механизмов и подходов, которые, как у нас принято считать, якобы практикуются во всех рыночных экономиках и являются "непререкаемой истиной". Предполагалось, что экономическая политика сводится лишь к конкуренции за уже существующие ресурсы в мире и к созданию условий, стимулирующих их приток в страну. Между тем, именно "чистая" эмиссия, основанная на сугубо внутренних рычагах, не ограниченных внешними условиями, и осуществляемая для финансирования приоритетных направлений национальной экономической политики, является главным каналом первичного формирования ресурсов в ведущих странах. При этом важная роль отводится инструментам государственного долга.

В целом, во многих странах отмечается широкое использование инструментов государственного долга (табл.6.8).

Таблица 6.8

**Отношение внутреннего государственного
долга к ВВП, % (2004 г.)**

Россия	США	Франция	Италия	Япония
4,7	15	30	59	140

Рассчитано по: Данным Министерства финансов РФ, 2004; Федерального агентства по статистике, 2004; Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin; Agence France Tresor, INSEE, Banka d'Italia, Istituto Nazionale di Statistica, Ministero dell' Economia e delle Finanze за соответствующие периоды.

Примеч: Укажем, что выделение внутреннего долга в отдельный показатель носит в значительной степени условный характер. Наша задача была лишь показать, что данный инструмент используется в российской экономике в гораздо меньшей степени, чем в других государствах. В тех случаях, когда в страновой статистике отсутствуют деление на внутренний и внешний долг, за основу брались данные совокупного гос.долга с учетом структуры его держателей (т.е. общие величины уменьшались на сумму гос.долга, находящегося у иностранных держателей).

Более точным представляется показатель, характеризующий отношение совокупного государственного долга к ВВП (табл 6.9).

Таблица 6.9

**Отношение совокупного государственного
долга к ВВП, % (2004 г.)**

Россия	США	Франция	Италия	Япония
26	61	52	104	146

Рассчитано по: Данным Министерства финансов РФ, 2004; Федерального агентства по статистике, 2004; Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin; Agence France Tresor, INSEE, Banka d'Italia, Istituto Nazionale di Statistica, Ministero dell' Economia e delle Finanze за соответствующие периоды.

Таким образом, можно видеть, что инструменты государственного долга используются как важный инструмент экономической политики промышленно развитых стран, позволяя им в первую очередь финансировать приоритетные направления экономической политики и укреплять основы экономики. При этом очевидно, что данные подходы требуют слаженной работы механизмов реализации и контроля.

В нашем же случае вместо взвешенной оценки возможностей использования аналогичных механизмов в отечественной экономической политике, выработки системы регулирования и ограничений (лимитов), снижающих риски на российском рынке, весь анализ, по сути, сводится к идеологической стороне вопроса. В качестве очередной "аксиомы" принимается необходимость не только ухода государства из сферы хозяйственной деятельности (что отчасти оправдано), но и его отказа от применения важнейших рычагов денежной и финансовой политики.

В результате для формирования предложения рублей используется "импорт" валюты, которая сама была эмитирована на основе бюджетного финансирования за рубежом. Аналогичным образом можно рассматривать и недофинансирование бюджетных программ при профиците бюджета, когда значительная часть заработанного российской экономикой не реинвестируется, а выводится из нее в целях стерилизации или направляется на погашение внешнего долга.

Возвращаясь к анализу денежно-кредитных механизмов ведущих стран, отметим, что рассматриваемые подходы важны не только с точки зрения денежно-кредитной политики. Они свидетельствуют о фундаментальных системных основах при проведении экономической политики в целом.

По сути такая политика основывается на том, что: 1) бюджетные приоритеты являются решающими при формировании ресурсов в экономике; 2) бюджет служит механизмом, определяющим первичную структуру финансовых потоков; 3) денежные власти (Минфин, ЦБ) полностью замыкают на себя и контролируют процесс создания всей ресурсной базы, опираясь при этом на сугубо внутренние, "эмиссионно-бюджетные" рычаги, что позволяет проводить независимую от воздействия мировой конъюнктуры политику в соответствии с национальными приоритетами.

Важно, что при проведении такой политики ресурсы направляются в первую очередь в те сферы и на те цели, которые влияют на характер экономического развития и дают сигнал рынку относительно общего характера экономических целей и задач. Более того, именно через указанные механизмы, как уже говорилось, решается задача формирования "длинных" ресурсов, необходимых для обеспечения долгосрочного экономического роста.

На основе данных табл. 6.6 и 6.7, а также рис. 6.4, мы можем сделать вывод о том, что "длинные" бумаги (со сроком свыше 1 года) более чем на 40% (по доллару) и более чем на 50% (по иене) формируют всю денежную базу указанных валют. Таким образом, около половины всех иен и долларов, имеющих в мире, в момент своего возникновения были эмитированы на основе долгосрочных бюджетных инструментов.

Центральный банк, по сути, дает долгосрочный кредит экономике, а экономика, таким образом, уже изначально получает существенный инвестиционный потенциал, который мультиплицируется по мере подключения к работе с "длинными"

проектами частного сектора (субподрядчиков и т.д.). В этой связи подчеркнем, что когда речь идет о так называемой "кредитной эмиссии", корректнее говорить о "кредитном мультипликаторе", поскольку саму эмиссию может осуществлять только национальный банк. А вот в зависимости от нормы резервирования и ряда других условий банки затем действительно способны приумножать, мультиплицировать данные ресурсы. При этом банки могут осуществлять такую кредитную деятельность только на основе тех пассивов, которыми они располагают (и которые ранее были эмитированы ЦБ) и с учетом которых устанавливается их лимит кредитного портфеля. Поэтому всё в конечном итоге все равно замыкается на первичную основу, формируемую национальными денежными властями.

Тот факт, что именно денежные власти закладывают основы "длинных" финансовых ресурсов в экономике, естественно, отражается и на структуре денежной массы. Так, в США в 2002 г. в денежном агрегате М2 на "нетрансакционный" компонент⁶⁵ (по сути, на ресурсы "уменьшенной ликвидности") приходилось почти 80% (рис. 6.5).

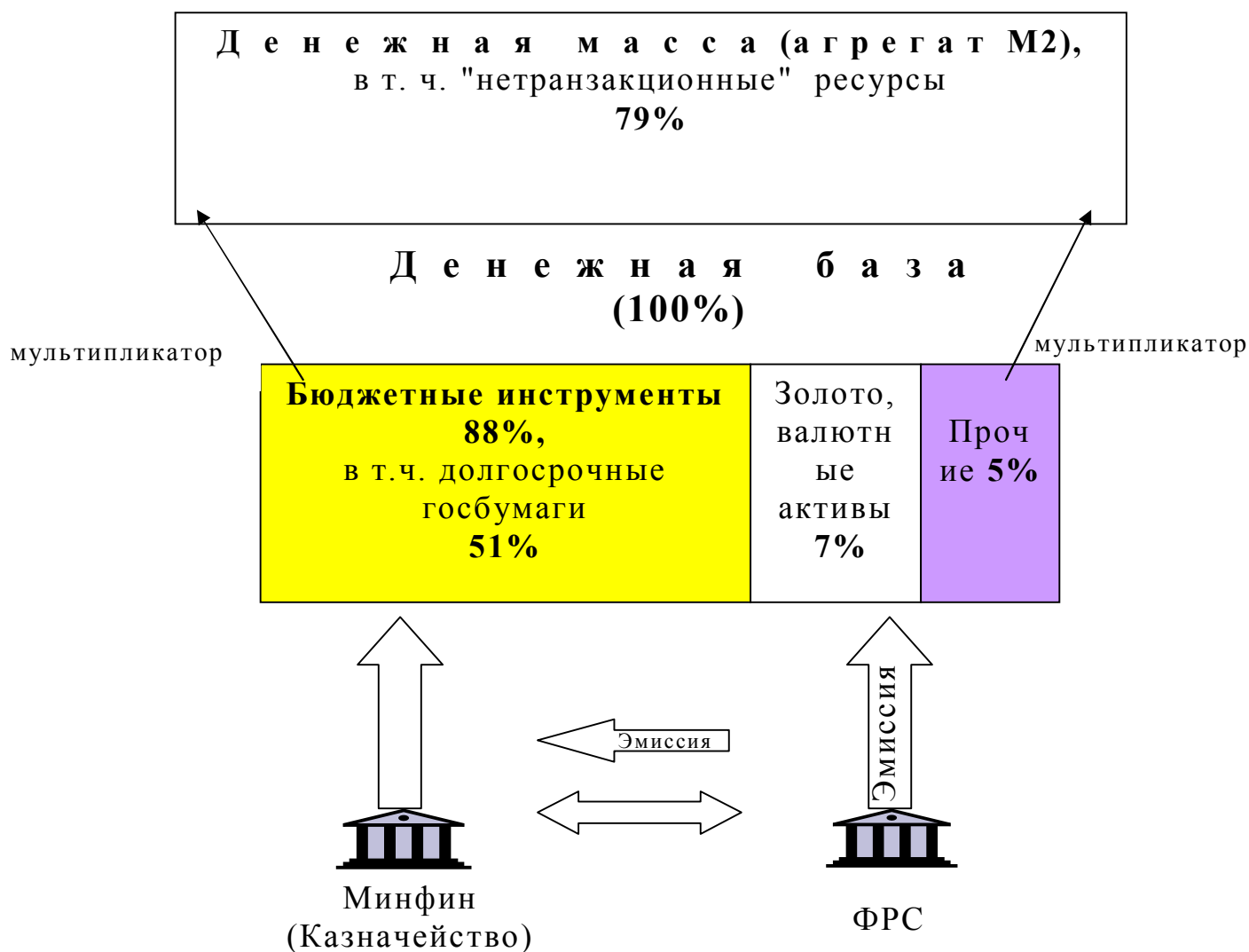


Рис.6.5 Механизмы формирования США финансовых ресурсов (денежной базы) доллара

Таким образом, можно заключить, что сам характер базовой структуры формируемых ресурсов способствует развитию инвестиционной деятельности. Помимо этого, частный сектор имеет ряд дополнительных возможностей. Речь идет и о сбережениях населения, и о средствах пенсионных фондов, чьи ресурсы также носят долгосрочный характер, и о развитой системе гарантий (в том числе при участии государства), и о многих других элементах.

Кроме того, в качестве стимулов задействованы нормы резервирования. Например, в США и ЕС по целому ряду срочных

вкладов финансовые институты вообще не производят резервных отчислений в центральный банк. Очевидно, это, во-первых, в целом увеличивает объем ресурсов, находящихся в распоряжении частного сектора; во-вторых, повышает эффективность использования средств (поскольку по резервам не начисляется процентов); в-третьих, стимулирует привлечение средств на срок, что также расширяет инвестиционные возможности.

Помимо этого, широко распространена практика рефинансирования, способствующая большей эффективности управления ресурсами. Активно используются рычаги снижения процентных ставок для того, чтобы сделать ресурсы более доступными для участников рынка. Напомним, что с 2001 г. по 2003 год ФРС США 13 раз снижала процентные ставки, которые достигли к 2003 г. уровня 1 % – самого низкого показателя за более чем 40 лет, и находящегося на уровне ниже темпов инфляции. Другими словами, Центральный Банк готов при необходимости поддерживать экономику, предоставляя ей столь дешевые кредиты.

В Японии также ставки приближаются к нулевым значениям. Очевидно, удешевление ресурсов расширяет и круг их использования, делая возможным финансирование все большего числа проектов.

О роли ЦБ

Подобное активное участие центральных банков многих стран в проведении экономической политики в принципе оправдано, поскольку в их руках сосредоточены мощные экономические рычаги. Именно поэтому многие страны законодательно возлагают на свои центральные банки задачи не только финансового характера (поддержание низких темпов инфляции, обеспечение стабильности национальной валюты и т.д.), но и более широкие – стимулирование экономического роста, повышение уровня занятости (ФРС США), содействие достижению государственных

целей (Банк Японии), помощь в координации политики в сфере занятости (Европейский центральный банк – ЕЦБ). Даже в тех случаях, когда речь идет о стабильности цен, она часто понимается не как конечная цель, а как необходимая предпосылка экономического роста (ЕЦБ) (табл.6.10).

Таблица 6.10

Основные задачи, которые ставятся национальным законодательством перед ЦБ РФ, ФРС, Банком Японии, ЕСЦБ

Центральный Банк России	Федеральная Резервная система США	Банк Японии	Европейская система центральных банков (ЕСЦБ)
1. Формирование валютного курса рубля 2. Защита и обеспечение устойчивости рубля 3. Воздействие на уровень инфляции методами и инструментами денежно-кредитной политики 4. Валютное регулирование и валютный контроль 5. Прочие (организация наличного денежного обращения, осуществление эмиссии, установление правил осуществления расчетов и проведения банковских операций и т.д.)	1. Поддержание долгосрочного роста денежных агрегатов с учетом потенциала увеличения производства 2. Эффективное обеспечение максимальной занятости 3. Обеспечение умеренных долгосрочных процентных ставок 4. Обеспечение стабильных цен 5. Обеспечение стабильности покупательной способности доллара и приемлемого платёжного баланса	1. Действует «исключительно для выполнения задач, направленных на достижение государственных целей» 2. Формирует курс национальной валюты, регулируя объём денежной массы, поддерживая стоимость иены как внутри страны, так и за рубежом 3. Регулирует денежное обращение и обеспечение экономической конъюнктуры в стране, устанавливая процентную ставку и, предпринимая ряд иных мер. 4. Способствует стабильности цен 5. Поддерживает стабильность	1. Соблюдает стабильность цен. 2. Поддерживает в Сообществе общую экономическую политику, 3. Способствует эффективному распределению ресурсов, 4. Активизирует страны члены на принятие экономической политики, базирующейся на тесной координации национальных экономических политик, на координации внутреннего рынка, на определении общих целей, на усилении принципов экономики открытого рынка со свободной конкуренцией. 5. Поддерживает и способствует соблюдению единой денежной и валютной политики, 6. Предпринимает меры к запрещению введения между членами ЕС

		финансовой системы	таможенных пошлин и количественных ограничений во внешней торговле, 7. Способствует проведению общей торговой политики, а также общей политики в области сельского хозяйства и рыболовства, 8. Способствует проведению координации в области занятости, 9. Усилению конкуренции в сфере промышленности стран-членов ЕС
--	--	--------------------	---

Источники: ФЗ «О Центральном банке РФ»; Federal Reserve Act dispersed throughout 12 USC; ch. 6, 38 Stat. 251 (December 23, 1913), Section 2A (12 USC 225a. As added by act of November 16, 1977 (91 Stat. 1387) and amended by acts of October 27, 1978 (92 Stat. 1897); Aug. 23, 1988 (102 Stat. 1375); and Dec. 27, 2000 (114 Stat. 3028; Закон о Банке Японии; Treaty establishing the European Community, Articles 2,3,4,105(1).

В результате системообразующая роль экономических властей и в целом в экономике, и при выработке экономической политики остается решающей.

При этом финансовый сектор (где национальные участники играют ведущую роль) выступает той основой и тем инструментом, на которые опираются развитые страны при проведении своей экономической политики. Бюджетные приоритеты задают при этом общие направления экономического развития, "завязывая" на себя денежно-кредитные подходы и давая сигналы частному сектору относительно экономических предпочтений.

Бюджетная политика

С точки зрения бюджета возникает один принципиальный вопрос: насколько подобная бюджетная политика, основанная на профицитете, оправдана в условиях, когда ставятся объективные задачи поддержания экономического роста? Ведь профицит фактически означает изъятие средств из экономики, тогда как расширяющаяся экономика требует прямо обратного - дополнительного финансирования.

Поэтому многие страны используют бюджетные механизмы с акцентом на увеличении государственных расходов как рычаги стимулирования экономического роста. Именно на основе таких подходов американская экономика вышла из Великой депрессии. Схожие результаты были достигнуты и после Второй мировой войны. На целесообразность указанных подходов не раз указывали видные эксперты и у нас, и за рубежом. Академик Львов Д.С., в частности писал: "Инициация роста возможна благодаря расширению на первом этапе степени загрузки уже имеющихся производственных мощностей за счет стимулирования текущих расходов. Такой подход – не наше изобретение"¹⁶⁶. Действительно, за рубежом подобные подходы, не раз

⁶⁶ Львов Д.С., "Экономика развития", Москва 2002, стр. 98.

доказавшие свою действенность, пользуется поддержкой многих авторитетных специалистов – как в практической, так и в научной сфере.

Несколько слов о кейнсианстве

Активное использование подобных механизмов уходит корнями в более ранние периоды, связанные с проведением антикризисной политики, управлением экономикой в военное время и т.д. Многие страны - в первую очередь США и Япония, занявшие ведущие позиции в мировой экономике в XX в., - уделяли серьезное внимание практическому воплощению указанных принципов. Именно механизмы, основанные на стимулирующей роли государственных расходов, применении бюджетных рычагов, иных подходов, сформулированных Дж. М. Кейнсом, позволили Соединенным Штатам выйти из "Великой депрессии". Меры, последовавшие за этим, - ужесточение фискальной и денежно-кредитной политики (сокращение государственных расходов, повышение процентных ставок и др.), вызвали очередной спад в 1937 г., что на том этапе "окончательно дискредитировало традиционные подходы и утвердило лидерство кейнсианской доктрины"⁶⁷.

Впоследствии в США еще не раз делался акцент на использовании подобных подходов при стимулировании экономического роста - в 1960-е годы при администрациях Дж. Кеннеди, Л. Джонсона и позднее⁶⁸. Вскоре после прихода Дж. Кеннеди к власти (1961 г.) безработица снизилась с 7 до 3,5% притом, что экономика начала демонстрировать устойчивый экономический подъем. Применение близких подходов в экономической политике способствовало выходу американской экономики из кризиса 1980-1981 гг. и обеспечило затем беспрецедентный по своей продолжительности экономический рост. По данным бюджетного комитета конгресса США, в 1983-1997 гг. экономический рост составил 65% в реальном исчислении (5 трлн. долл. в текущих ценах, или 3,2 трлн.

⁶⁷ Greider W. Secrets of the Temple. How the Federal Reserve Runs the Country. Simon & Schuster, 1989, p. 315.

⁶⁸ Ibid., p. 87.

долл. в постоянных), тогда как суммарный бюджетный дефицит за этот же период равнялся 2,8 трлн. долл.

Достижения Японии в историческом контексте еще более впечатляющи. Страна с разрушенной в результате второй мировой войны экономикой, очень скоро перешедшая на развитие с опорой на "собственные силы", при ограниченной (особенно в сравнении с такими странами, как Россия или США) обеспеченности ресурсами смогла в короткие сроки стать второй промышленно развитой державой мира.

Кейнсианская политика основывается на мощной научной базе. Ее сторонниками, помимо самого Кейнса, являлись, в частности, такие видные экономисты, как лауреаты Нобелевской премии в области экономики П.Самуэльсон, Л. Кляйн, Ф. Модильяни, Дж. Тобин и др.

В связи с этим отмечалось:

"Политика бюджетного дефицита широко распространена во многих развитых странах мира. Так, она применялась в США за последние 30 лет (1972-2001 гг.) 26 раз (26 лет), в Великобритании за 28 лет (1972-1999 гг.) – 23 раза (23 года), в Германии в течение 27 лет (1972-1998 гг.) – 25 раз (лет), во Франции на протяжении 26 лет (1972-1997 гг.) – 23 раза (года), в Италии за последние 30 лет (1972-2001 гг.) – 28 раз (лет), в Канаде за 29 лет (1972-2000 гг.) - 25 раз (лет) и т.д. По перечисленным странам средний за последние 26-30 лет коэффициент применяемости бюджетно-дефицитной политики (отношение числа лет, когда эта политика проводилась, к продолжительности наблюдаемого периода) превысил 88 %. Именно эти страны (все они входят в Большую семерку) являются лидерами в области высоких технологий, и мы не видим серьезных препятствий, мешающих России пойти по тому же пути"⁶⁹.

В целом при профицитном бюджете в тех случаях, когда этот профицит не реинвестируется в экономику, а, по сути, из нее выводится (как, например, в России), притом, что решаются иные важные задачи (погашение внешнего долга и т.д.), о прямой стимулирующей роли бюджета речь идти не может. И вообще, если часть того, что зарабатывает экономика, не реинвестируется, то сокращается основа "самофинансирования"

⁶⁹ Маевский В., Кузык Б. Условия развития высокотехнологичного комплекса// Вопросы экономики. – 2003. - № 2. – С. 36.

экономического роста и он ставится в большую зависимость от привлечения ресурсов извне⁷⁰.

В настоящее время в силу важности бюджетных рычагов для обеспечения экономического роста в большинстве развитых стран расходы превышают доходы (см. рис. 4), что фактически рассматривается как предоставление кредита экономике. Профицит бюджета приводил бы к обратному – к изъятию средств из экономики (рис.6.6).



Рис. 6.6

Источники: The Economist, 2003, July 19th, p. 23; Congressional Budget Office (U.S.A); Ministry of Finance, Japan.

⁷⁰ Если взглянуть на проблему с точки зрения обычной экономической логики (абстрагируясь от тех или иных теорий), то возникают схожие причинно-следственные аналогии. Рост экономики предполагает, что экономика должна получать *дополнительные* ресурсы, необходимые для достижения конечного результата. Причем они должны авансироваться экономике (то есть предоставляться до получения результата). По аналогии с частным сектором - сначала осуществляются инвестиции в проект, а потом уже реализованный проект дает прибыль, но никак не наоборот. И если чисто гипотетически представить ситуацию, когда все ресурсы в экономике задействованы и эффективно работают, а потому не могут перетечь для финансирования новых программ откуда-нибудь (потому что это будет означать, что одно финансируется за счет другого), то производство дополнительных товаров или услуг, которое приводит к увеличению ВВП и экономическому росту, требует соответственно больше расходов, причем, естественно, еще до получения дохода.

Отметим, что та же логика присутствует и в международном корпоративном финансовом планировании, когда при расчете финансовых потоков сначала предполагается отрицательный поток наличности (negative cash flow), связанный с осуществлением инвестиций, а затем, по мере реализации проекта, происходит приток доходов, балансирующий первичный дефицит и формирующий прибыль. Поэтому практика "дефицитного финансирования" при стимулировании экономического роста, по сути, имеет ту же логику, что и подходы, практикуемые в частном секторе при осуществлении инвестиций.

Одним из недавних примеров является португальская экономика, которая, нарушив Пакт о стабильности в 2001 г., затем, под давлением ЕС была вынуждена существенно сократить государственные расходы в 2002 г. По оценкам экспертов это было одной из важных причин, повлекших за собой экономический спад и сокращение налоговых поступлений бюджета. По мнению министра финансов Франции Ф. Мера, "слишком строгое применение пакта о стабильности сделало неизбежным вступление Португалии в труднопреодолимую рецессию"⁷¹.

В этой связи ряд ведущих стран зоны евро (в частности, Германия и Франция) заявляют о невозможности и нецелесообразности соблюдения лимита бюджетного дефицита, определенного Пактом о стабильности и росте в размере 3% ВВП, поскольку это предполагает сокращение государственных расходов, что может ухудшить их экономическое положение.

По оценкам английского журнала "Экономист", "вряд ли оправдано заставлять европейские страны, которые находятся в состоянии спада, сокращать госрасходы"⁷². Министр финансов Германии Х. Эйхель, обосновывая роль бюджета в поддержании экономического роста, еще более категоричен, отмечая, что речь не может идти о фискальной стабильности без устойчивого роста: "Стабильность не является приоритетом, нам нужен рост"⁷³. В целом такие подходы находят понимание у международных экспертов. В частности, за прошедший год Германия, Франция и Италия вышли за трехпроцентный лимит Пакта о стабильности и роста, и, по мнению английского "Экономиста", "до тех пор, пока эти нарушения не стали необдуманными или хроническими, их можно приветствовать"⁷⁴.

В США в 2002 г. бюджетный дефицит составил 158 млрд. долл. и ожидается, что в 2003-2004 гг. он увеличится соответственно до 400

⁷¹ The death of the stability pact. – The Economist. – 2003. – November, 29th. – P. 30.

⁷² Loosening Those Bonds. – The Economist, 2003, July 19th, p. 23.

⁷³ Pacific Internet, 2003, October 7th, p. 1; BBC News, 2003, July 15th, p. 2.

⁷⁴ The Excessively Cautious Bank. – The Economist, 2003, October 4th, p. 16.

млрд. и 480 млрд. долл.⁷⁵, то есть превысит 4% ВВП, что, по мнению экспертов, должно стимулировать развитие американской экономики. Еще более явно подобные подходы выражены в Японии, у которой бюджетный дефицит в последние годы превышает 5% ВВП.

Конечно, в случае чрезмерного увеличения государственного долга и бюджетного дефицита, это может создать немалые трудности для экономики (поэтому и США, и Японии на нынешнем этапе данные процессы нужно тщательно контролировать). Но при взвешенном подходе, сфокусированном на решении ключевых задач, эти рычаги заслуживают серьезного внимания.

Результаты активной денежно-кредитной и бюджетной политики проявились в США достаточно быстро и, в частности, уже в III квартале 2003 г. американская экономика стала демонстрировать существенный рост. В этой связи укажем на данные Бюджетного комитета Конгресса США, показывающие, каков был реальный экономический рост и каков при этом был дефицит бюджета за периоды "бюджетной экспансии" и "бюджетных ограничений". Понятно, что экономический рост зависит от большого числа факторов и сводить его к какой-то одной, пусть и важной причине, по-видимому неоправданно, однако следовало бы указать, что согласно приводимым данным период бюджетных профицитов 1998-2001 гг. сопровождался постоянным снижением темпов экономического роста (табл. 6.9).

⁷⁵ Congressional Budget Office за соответствующие периоды.

Таблица 6.9

**Бюджетный дефицит (-) и ежегодный прирост ВВП США,
(1983-2003 гг.)**

Дата	Бюджетный дефицит (млрд. долл.)	Темпы роста ВВП*
1983	-208	4,33
1984	-185	7,27
1985	-212	3,85
1986	-221	3,42
1987	-150	3,40
1988	-155	4,17
1989	-152	3,51
1990	-221	1,76
1991	-269	-0,47
1992	-290	3,05
1993	-255	2,65

Дата	Бюджетный дефицит (млрд. долл.)	Темпы роста ВВП*
1994	-203	4,04
1995	-164	2,67
1996	-108	3,57
1997	-22	4,43
1998	69	4,28
1999	124	4,11
2000	236	3,75
2001	127	0,25
2002	-158	2,40
2003	-401	4,00

*Оценки; ** В реальном исчислении (в ценах 1996 г.) к предшествующему году. Источники: Congressional Budget Office, Survey of Current Business, Bureau of Economic Analysis за соответствующие годы.

В целом же, по мнению экспертов, уменьшение процентных ставок и стимулирующая роль госрасходов сыграли важную роль в выходе американской экономики к концу 2003 г. из спада.

Названные подходы заслуживают серьезного внимания. При разумной организации они служат "каркасом" национальной экономической политики, позволяя осуществлять финансирование приоритетных направлений развития государства, укрепляя основы хозяйства и одновременно являясь стимулом экономического роста.

Вновь возвращаясь к связи бюджетной и денежно-кредитной политики, еще раз укажем, что при финансировании экономики через покупку валюты экономическая и промышленная политика

осуществляется "пассивно" — экспортеры получают компенсацию за уже произведенную и реализованную продукцию (независимо от того, что эта продукция из себя представляет и насколько она важна для развития экономики). В случае же с внутренними рычагами рефинансирования и бюджетного финансирования речь уже идет о формировании приоритетных направлений "в активном режиме", когда финансирование выделяется на те цели, которые соответствуют приоритетам экономической политики, повышая тем самым их экономическую роль.

В свою очередь при бюджетном профиците экономика лишается важных внутренних и "направленных" источников финансирования. Тогда вновь придется и на национальном, и на корпоративном уровне обращаться к внешним займам (при уже накопленных внутренних ресурсах и при больших неиспользуемых возможностях механизмов бюджетного финансирования в целом).

В числе проблем, тормозящих развитие инвестиционной деятельности в России, часто называют отсутствие "длинных" денег. Действительно, банки имеют в привлекаемых ресурсах (пассивах) преимущественно "короткие" средства, что затрудняет последующее их размещение на более длинные сроки. Очевидно, только внутрибанковскими рычагами (процентными ставками, нормой резервирования и т.д.) и с опорой на внутренние возможности банковского сектора решить задачу формирования инвестиционных ресурсов, адекватных целям подъема экономики, можно лишь отчасти. В развитых странах главную роль в этих процессах, как мы видели, играют национальные денежные власти.

При этом надо учитывать, что процесс формирования "длинных" инвестиционных ресурсов должен развиваться постепенно, должны более активно использоваться механизмы снижения рисков, позволяющие и банкам и реальному сектору более эффективно взаимодействовать и, наконец, должны быть выработаны четкие ориентиры и приоритеты экономической политики.

Наряду с использованием бюджетных и иных рычагов , следует уделить особое внимание отладке механизмов, стимулирующих поступление ресурсов в реальную экономику, создающих условия для более длительных сроков размещения средств с одновременным предотвращением разбалансировки других сегментов рынка и уменьшением инфляционных рисков. Естественно, мы имеем в виду комплексный подход, обеспечивающий благоприятные предпосылки для этого процесса на всех этапах движения финансовых средств - от первоначального привлечения ресурсов до их конечного инвестирования.

Так, нужно разработать комплекс мер по удешевлению формируемой ресурсной базы. Стимулами и для вкладчиков, и для банков могут быть более низкие ставки налогообложения по начисляемым процентам в случае размещения средств на длительные сроки. Эти меры могут сочетаться с более низкой нормой резервирования по "длинным" ресурсам, что позволит устанавливать по таким вкладам и более высокие проценты, повышая их привлекательность. Причем, если есть опасения (а они иногда высказываются), что участники рынка будут по-прежнему ограничиваться "коротким" размещением средств, возможно использование механизмов, предполагающих "заниженные" резервный и налоговый режимы только на величину средств, размещенных на длительные сроки.

При выборе приоритетных направлений инвестирования надо принимать во внимание межотраслевой аспект, а также возможности стимулирования спроса в других отраслях и возникающий в результате мультипликационный эффект для экономики в целом. Могут применяться и другие критерии, в том числе учитывающие варианты более быстрого и безинфляционного освоения ресурсов (в этой связи следует выявить наиболее эффективные звенья производственных "цепочек", позволяющие получить быструю отдачу, адекватную вложенным ресурсам), капиталобразующий фактор и т.п.

Важную роль должен играть механизм гарантий, особенно актуальный в период, когда общеэкономическая среда еще довольно неустойчива и требуется первоначальный импульс, чтобы сдвинуть процесс с мертвой точки. Например, Банк России (помимо Минфина) может предоставлять гарантии поддержания ликвидности коммерческих банков, направляющих средства на финансирование приоритетных (с точки зрения задач экономической политики) проектов. В случае задержек отдачи от них он мог бы временно пополнять ликвидность таких банков (подобные механизмы предлагались в начале 1990-х гг.).

Необходимо также лучше использовать потенциал экономических властей. С учетом того, что ЦБ, в частности, располагает мощнейшими рычагами стимулирования экономического роста (механизмы и ставки рефинансирования, нормы резервирования и т.д.), целесообразно рассмотреть вопрос о расширении его функций. Помимо чисто финансовых вопросов (валютный курс, цены) они должны включать в себя и задачи, связанные с обеспечением занятости и содействием экономическому росту. Это уменьшит и барьеры между финансовым сектором и реальной экономикой. Аналогично и Минфин в тесной увязке с ЦБ также должен способствовать решению задач экономического роста с использованием имеющихся у него механизмов и рычагов.

Другое дело, что если схожие с применяемыми в развитых странах бюджетные подходы будут использоваться и в России, то, во-первых, должен быть найден разумный баланс экономических приоритетов и, во-вторых, нужен четкий контроль за выполнением поставленных задач. Нарушения и сбои, конечно же, будут, но это не является основанием утверждать, что система в целом недееспособна. Сбои (и часто серьезные) бывают во всех странах, и там ведется работа по их предотвращению. По аналогии с дорожным движением – все, кому нужно, могут его правила нарушать. Означает ли это, что из-за таких нарушителей сами правила должны быть отменены, а движение прекращено? Ответ очевиден.

Об ипотеке и других специальных программах

В настоящий момент ипотека может стать важнейшим направлением экономической деятельности, обеспечивающей рост экономики, развитие финансового рынка и банков. Действительно, ипотечные инструменты будут способствовать и увеличению фондового рынка, увеличению капитализации банков, формированию устойчивого спроса. Все это должно иметь положительное воздействие на всю экономику.

Однако при правильных постановках задач, формируемых экономическими властями, не говорится каким собственно образом и на основе каких ресурсов предполагается этот рынок развивать.

Мы понимаем, что речь при этом идет о достаточно крупных и долгосрочных (15-30- летних) кредитах под низкий процент. Мы также помним, что даже в странах с такими мощными банковскими системами, как Соединенные Штаты, сами коммерческие банки часто не в состоянии в должной мере удовлетворить спрос на этом рынке и центральную роль на нем играют Федеральные агентства - Фредди Мэк и Фэнни Мэй, опирающиеся в первую очередь на бюджетные ресурсы. По своему статусу они относятся к так называемым "предприятиям спонсируемым государством" - "government sponsored enterprises". Агентства располагают активами в размере, соответственно 700 млрд. долл. и 900 млрд. долл. и в настоящее время имеют объем выданных кредитов в размере, соответственно, 1.1 трлн. долл. и 1.5 трлн. долл. Стоимость, выдаваемых кредитов на середину 2004 года составила - для 15-летних кредитов - 5.4% годовых, для 30-летних кредитов - 6% годовых. Аналогично, Государственная национальная ипотечная ассоциация "Джинни Мэй", принадлежит федеральному правительству, и имеет его полную гарантию. Само агентство за последние годы выступает гарантом на сумму до 150-180 млрд. долл. в год, а общий объем выданных гарантий превысил 2 трлн. долл.

Подчеркнем, что существенный бюджетный дефицит, который отмечается в США за последние годы, не является препятствием для реализации указанных программ. И это вполне понятно, поскольку по своей экономической сути столь масштабные, долгосрочные и низкодоходные кредиты для того, чтобы начать работать (даже в развитых экономиках) в первую очередь опираются на систему государственной поддержки. При этом значимость развития ипотеки для экономики считается очень высокой, а потому требует использования серьезных рычагов для ее реализации.

Поэтому если мы хотим действительно проблему ипотеки решать, то просто мерами, ограничивающимся созданием "инвестиционного" или "ипотечного" климата не обойтись. Центральное место должны играть механизмы и рычаги экономических властей - с точки зрения и уменьшения инвестиционных рисков, и формирования долгосрочных и недорогих ресурсов, и с точки зрения механизмов, обеспечивающих их приток на ипотечный рынок.

Созданное в России Агентство по ипотечному жилищному кредитованию может стать важным механизмом развития ипотечного рынка. Однако пока вряд ли можно рассчитывать на его сколько-нибудь значимую системную роль. К середине 2004 года объем профинансированных им операций составил 2.5 млрд. руб. (т.е. 85-90 млн. долл.), что при нынешних ценах жилищного рынка даже из расчета небольших квартир фактически эквивалентно менее чем 3 тысячам квартир. Так что о реальной массовости или системности этого процесса в российской экономике говорить пока не приходится, и нам следует более внимательно изучить те подходы, которые применяются развитыми странами.

Иные специализированные фонды и программы

По данным Министерства финансов США, в 1999 фискальном году действовало 224 федеральных фонда и 247 специализированных фондов⁷⁶. Такие фонды часто применяют конкретные "целевые" рычаги поддержки производства продукции и ее экспорта, реализуют стабилизационные программы и т.д. Объем используемых ими ресурсов очень существенен.

Так, в 1999 году общий размер осуществленных ими расходов составил около 1 трлн. долл., в т.ч. на долгосрочные программы было израсходовано свыше 700 млрд. долл. (то есть около 80% всех расходов).

В частности, расходы Фонда корпорации товарного кредита на вышеизложенные цели составили в 1999 г. около 30 млрд. долл. Фонд по укреплению рынков, дохода и предложения потратил в том же году на поддержку покупательной способности фермеров, стимулирование внутреннего потребления и экспорта около 1 млрд. долл.

Часто речь может идти о региональных программах. Так, в частности, Фонд управления Долиной Теннесси был создан еще в 1933 году и активно действует до сих пор. В его задачи входит укрепление региональной и национальной экономики, а также вопросы национальной обороны. К 2000 году расходы в рамках программ данного Фонда составили около 7 млрд. долл.

Иногда речь идет о более жестких административных формах управления. В частности, деятельность Администрации малого бизнеса США направлена на поддержку этой важной сферы экономики. Кредитный портфель ведомства составляет 45 млрд. долл. При этом значительная часть операций приходится на гарантии кредитов, предоставляемых коммерческими банками и иными структурами малому бизнесу. Как правило, гарантируется до 85% кредитов в размере до 150 000 долл. и до 75% кредитов, размер которых превышает указанную сумму.

Деятельность данных фондов часто регулируется льготными нормативами. Таким образом, речь идет о многоуровневой системе обеспечения государственных приоритетов и задач экономической политики в

⁷⁶ Federal Trust and Other Earmarked Funds. United States General Accounting Office, January 2001, p. 12.

Соединенных Штатах. Эта система включает в себя как механизмы и рычаги денежно-кредитной политики, позволяющие формировать необходимые по срокам, объемам и ценам финансовые ресурсы, так и бюджетные механизмы. Бюджетные механизмы, опираются на соответствующие федеральные институты и фонды, задают структуру расходов в соответствии с целями и задачами экономической политики.

При этом используется весь набор налоговых и иных стимулов и рычагов, позволяющие поставленные цели выполнять.

Все это говорит о том, как реализуется экономическая политика в ведущих странах, со многими из которых нам предстоит все более тесно конкурировать и сотрудничать по мере углубления процессов глобализации.

Мы видим, что центральную роль играют национальные экономические власти, использующие в первую очередь внутренние механизмы формирования финансовых ресурсов, стимулируя их дальнейшее использование в соответствии с приоритетами общей экономической политики. Эти приоритеты в свою очередь касаются вопросов и регионального, и отраслевого развития, в целом формируя условия для устойчивого экономического роста.

В этой связи еще раз подчеркнем, что если мы хотим обеспечить успешное решение внутренних и внешних задач, стоящих перед Россией, национальные экономические власти должны играть подобающую им роль – не только формируя общий экономический климат, но и задавая характер основополагающих экономических процессов, давая этим процессам первичный толчок.

ГЛАВА 7

РОЛЬ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ

Рычаги валютной политики могут быть эффективным инструментом экономической политики, стимулирующим инвестиции и экономический рост, способствующим формированию необходимой структуры экспортных и импортных потоков. Эффект такого влияния будет особенно ощутим, если

и механизмы формирования финансовых ресурсов, и курсовая политика ориентируются на системные экономические приоритеты и позволяют в полной мере использовать возможности национальных денежных властей.

В последние годы, как известно, была взята ориентация, на использование таких механизмов регулирования, где в принципе центральное место занимает валютный курс, при том, что все остальные рычаги постепенно сводились на нет.

Учитывая, однако, что действие валютного курса носит разнонаправленный характер, обеспечение взвешенных и сбалансированных регулирующих подходов должно дополняться другими рычагами и инструментами (пошлины, тарифы, экспортные премии и т.д.), иначе система, замыкающаяся на валютном курсе, не будет обеспечивать экономических интересов участников рынка.

С учетом больших различий между мировыми и внутренними ценами по отдельным товарам и товарным группам, использование единого валютного курса (при одновременной отмене прежней системы дифференцированных валютных коэффициентов, которые учитывали эти различия), фактически означало шоковую терапию во внешней торговле. Последующее присоединение к VIII статье МВФ лишало Россию возможности использовать множественные курсы и вынуждало

перейти на единый валютный курс рубля, причем как по текущим, так и по капитальным операциям (инвестиции и т.д.).

В результате это привело к тому, что рубль был, во-первых, существенно девальвирован, и, что более важно, во-вторых, его курс был установлен на уровне, существенно недооцененном относительно объективных экономических параметров и показателей (курсов акций, ценовых соотношений по широкой корзине ВВП и т.д.)

Мы уже говорили, что рынок стал воспринимать этот уровень как некий объективный отправной ориентир курсовой политики, (это восприятие ещё более усиливалось, учитывая, что в официальных заявлениях денежных властей целесообразность недооценки рубля никогда не ставилась под сомнение). Как уже говорилось, в начале 2000-х гг. недооценка рубля к доллару по структуре экспорта сохраняется в диапазоне около 30-40%, а по структуре ВВП - около 3 раз. По некоторым видам капитальных операций (в частности, ценам некоторых акций) - недооценка достигала нескольких десятков раз. В 1 главе мы уже достаточно подробно рассматривали особенности курсообразования рубля и на начальных этапах формирования нашего валютного рынка и в более поздний период.

Ещё раз подчеркнем, что в соответствии с проводившейся курсовой политикой, во-первых, поддерживалась постоянная недооценка рубля, во-вторых, даже несмотря на отмечавшиеся различия в процентных ставках или темпах роста цен, планомерно, часто вне связи с этими факторами, обеспечивался номинальный курс рубля, и наконец, в-третьих, все рублевые предложения формировались на основе притока валюты.

Вновь напомним ту ситуацию, которая отмечалась в 2002-2003 гг. и которая наглядно демонстрировала все особенности нашего курсообразования: в США падали темпы прироста ВВП; снижались процентные ставки; экономические и политические ожидания были довольно настроенными. В России при этом продолжался экономический рост, процентные ставки поддерживались на

достаточно высоком уровне и не снижались, на внутренний денежный рынок постоянно притекала валюта.

Все это должно было очевидно способствовать удешевлению доллара и удорожанию рубля. Тем не менее, курс доллара в России продолжает повышаться (даже тогда, когда доллар падал ко всем основным валютам – как, например, летом 2002 года). Причем часто для поддержания доллара приходилось осуществлять интервенции в его поддержки, "снимавшие" излишние доллары с рынка (в результате и росли наши золотовалютные резервы).

Притом, что посредством интервенции, достигались какие-то текущие тактические цели (которые часто носили противоречивый характер), в целом рынку давался сигнал о намерениях и планах при проведении курсовой политики. Участники рынка, как следствие, подстраивались под такую политику, что лишь усиливало недоверие к рублю и как следствие сокращение рублевых операций. Все в целом, как уже говорилось, фактически напоминало механизмы "валютного правления", применявшиеся в небольших государствах, колониальных экономиках, странах, где отсутствовал центральный банк. Внутренние финансовые ресурсы формировались в них только за счет притока валюты, а сам валютный курс жестко привязывался к "валюте-якорю".

Очевидно, подходы в нашей валютной политике (как и в других сферах) отражают сырьевую направленность российской экономики, но вместе с тем они не должны консервировать сложившееся положение, следуя "за процессом", вместо того чтобы его корректировать. Действительно, складывалось впечатление, что рост экспорта – единственная возможность увеличить ВВП, а потому поддержка экспортеров в первую очередь путем проведения политики постоянного обесценения валютного курса считалась до недавнего времени более важной, чем нормализация внутреннего денежного обращения, повышение доверия к рублю, дедолларизация экономики.

О валютном курсе

Постоянный рост валютных резервов в последние годы свидетельствует, в частности, о том, что осуществлялись интервенции в поддержку доллара, снимавшие валютный "навес" с рынка и не позволявшие рублю укрепляться под действием рыночных факторов спроса и предложения. На определенном этапе рост валютных резервов в принципе целесообразен, так как увеличивает запас прочности финансовой системы. Однако при этом, во-первых, часто не использовались важнейшие внутренние рычаги управления ликвидностью (механизмы рефинансирования и др.), которые прежде всего обеспечивают возможности финансирования для отраслей, не связанных с экспортом; во-вторых, рынок получал сигнал относительно намерений денежных властей сохранять тенденцию к обесценению рубля. Одновременно поддерживалась недооценка рубля относительно доллара, что естественно уменьшало интерес участников рынка к инвестициям в рублевые инструменты (как обесценивающийся актив) и способствовало сохранению долларизации экономики.

Нами говорилось ранее в некоторых работах: "Девальвация может рассматриваться как эффективный инструмент экономической, в том числе внешнеторговой, политики только тогда, когда сложилась относительно эффективная структура экономики, когда в самой экономике уже сформировались устойчивые отношения собственности, сложилась валютно-финансовая сфера. В этом случае девальвация лишь добавляет своего рода дополнительную эффективность для внешнеторговых субъектов, общая деятельность которых как субъектов своей экономики продолжает тем не менее определяться уже сложившимися к тому времени устойчивыми экономическими рамками.

Когда же экономика немонетизирована, активы ее недооценены, а валютный курс при этом можно легко подтолкнуть в сторону

дальнейшего обесценения, подобное сочетание факторов может изменить сами основополагающие принципы функционирования"⁷⁷.

В российских условиях занижение валютного курса рубля фактически не приводит и к увеличению экспортной выручки, в том числе из-за того, что возможности наращивания физического объема экспорта ограничены пропускной способностью отечественных трубопроводов и портов. Манипулировать ценами на сырьевые товары для стимулирования спроса трудно из-за их низкой ценовой эластичности, а снижение цен на готовые изделия наталкивается на жесткие антидемпинговые ограничения в других странах (сам факт возбуждения антидемпинговых исков свидетельствует о признании недооцененности валютного курса рубля).

Наблюдавшееся в последние два года увеличение мирового спроса, в том числе на российский экспорт, было связано отнюдь не с повышением ценовой конкурентоспособности отечественных товаров, а в первую очередь с экономическим ростом в ряде стран. Если очистить анализ от факторов внешнего спроса и роста мировых цен на нефть (и то, и другое произошло вне зависимости от уровня курса рубля), то можно заключить, что политика сознательного занижения стоимости рубля фактически не привела к росту валютных поступлений.

Недооценка национальной валюты привела 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 акции российских предприятий-экспортеров стали дешевле для иностранных инвесторов, а эффективность привлечения экспортерами валютных ресурсов снизилась (например, под обеспечение кредитов требуется залог бóльшего количества акций). В результате экспортеры могут столкнуться с ситуацией, когда они, решая свои текущие задачи

⁷⁷ Подробнее об этом см.: Ершов М. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000.

(получение рублевых ресурсов, пополнение оборотных средств), ставят под угрозу стратегические вопросы контроля за своим производством, которое может оказаться купленным иностранными инвесторами по заниженной цене.

Таким образом, проводимый до сих пор курс на решение задачи получения текущей рублевой ликвидности с помощью недооцененного рубля, как представляется, не приводит к созданию долговременных внешнеэкономических преимуществ (росту экспорта и валютной выручки). Одновременно возникают серьезные внешние риски и проблемы, решение которых лежит за пределами компетенции российских экономических властей.

Существуют и другие нежелательные последствия недооценки рубля⁷⁸. Так, увеличение (из-за обесценения рубля) расходов на обслуживание внешнего долга при жестких бюджетных ограничениях означает лишение внутренней экономики соответствующих рублевых ресурсов, что ограничивает возможности ее роста.

Не совсем понятно и то, насколько проводимая антиинфляционная политика согласуется с использованием упомянутых рычагов (обесценения и недооценки национальной валюты), которые как раз прямо стимулируют инфляцию. Более того, продажа валютной выручки при недооцененном рубле обостряет проблему так называемого "рублевого навеса" – на каждый купленный доллар ЦБ выделяет большее количество рублей.

Когда уровень монетизации российской экономики - один из самых низких в мире составляя чуть более 20 %, решение проблемы должно лежать в принципе в другой плоскости – в создании условий для размещения рублевых ресурсов за пределами собственно финансового сектора, стимулируя их движение в реальную экономику.

Недооценка рубля плохо увязывается и с планами по привлечению иностранных инвестиций, ведь нашим интересам отвечает более "дорогой" рубль.

⁷⁸ Подробнее об этом см.: Ершов М. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000. – С. 311.

При этом в "геоэкономическом" плане следует помнить о том, что

рублевое пространство - это то, что формируется и управляется национальными денежными властями и национальными экономическими субъектами. И от того, насколько стабильна и весома будет формируемая рублевая среда, зависит роль и место страны (а стало быть, и ее компаний и банков) в мире. **Мы формируем рублевую, а не долларовую экономику, и чем дороже будут рублевые активы населения и бизнеса, тем богаче они будут.**

Курсовая политика должна проводиться в тесной увязке с другими элементами экономической политики – внешнеторговой, инвестиционной и др. Но валютный курс не должен быть единственным инструментом, регулирующим все внешнеэкономические связи (поскольку его действие носит разнонаправленный характер).

К сожалению, рычаги для поддержки национального экспорта, которые могут определяться и использоваться на внутренней основе, не создавая при этом внешних рисков, пока остаются без должного внимания при формировании экономической политики. Речь идет о мерах налогового, тарифного и иного характера. Аналогичным образом могут использоваться и меры по защите внутреннего рынка, также находящиеся в полном ведении национальных властей.

Важно осуществлять политику и по поддержке экспортеров, и по защите внутреннего рынка, используя тарифные, налоговые и иные рычаги. При необходимости можно применять подходы, позволяющие более интенсивно стимулировать отдельные виды экспорта, развитие которых соответствует приоритетам структурной политики, или допускать на внутренний рынок требуемый импорт (в том числе сложные виды продукции, не имеющие аналогов на внутреннем рынке, но нужные для технического переоснащения предприятий).

В целом подходы в валютной политике следует ориентировать на использование широкого набора инструментов, предполагающего и диверсифицированные каналы притока финансовых ресурсов, и

взвешенное формирование структуры валютных активов и пассивов. Валютные механизмы должны при этом иметь более широкий "горизонт" воздействия, создавая условия для эффективного решения задач как торговой политики, так и капитальных операций (в том числе способствуя не только притоку внешних инвестиций, но и активизации внутренних инвестиционных процессов). При устойчивом и сильном рубле, который отражает рыночные процессы и опирается на реальную экономическую основу, как представляется, у экономики будет больше возможностей по привлечению необходимых инвестиций для проведения назревших структурных преобразований и в целом по улучшению инвестиционного климата.

При этом отметим, что на этапе укрепления реального курса рубля, вопреки ожиданиям, и ВВП, и экспорт росли (причем в реальном исчислении). И хотя понятно, что оба эти процесса были обусловлены большим числом причин (хотя несмотря на рост цен на энергоносители, рос и физический объем экспорта), изменения валютного тем не менее были не настолько сильны, чтобы развернуть указанные тенденции в ином направлении, что еще раз подчеркивает необходимость очень взвешенного анализа курсовых проблем, особенно в настоящее время, когда характер и границы его воздействия становятся гораздо более размытыми и гибкими (см. табл. 7.1)

Таблица 7.1

Реальный курс рубля, экспорт и ВВП (темпы роста), % к предыдущему году

	2000	2001	2002	2003	Итого темпы прироста (к дек. 2000 г.)
Реальный курс рубль/доллар (темпы роста, в % к предыдущему году)	9,3	11,7	5,9	14,2	35.1
ВВП (темпы роста, в % к предыдущему году)	10	5,1	4,7	7,3	18.1
Экспорт (темпы роста, в % к предыдущему году)	38,9	-3,0	5,3	26,7	29,4

Рассчитано по: материалы Банка России и Госкомстата за соответствующие периоды

На этапе, когда обеспечен определенный запас прочности в формировании валютных резервов, целесообразно дать рынку понять, что искусственного (то есть не продиктованного ситуацией на рынке) обесценения рубля не будет и большую роль в курсообразовании станут играть объективные рыночные факторы. При этом для недопущения чрезмерной волатильности на рынке нужно проводить политику "управляемого плавания". Однако корректировка курса в целом должна проводиться, ориентируясь в первую очередь на формирование и укрепление рублевой экономики, увеличение привлекательности рубля, увеличение эффективности рублевых операций и расширение возможностей для использования рубля внутри страны. Поэтому, проводя валютные интервенции, центральный банк должен рассматривать более широкий круг экономических задач и реально оценивать, что в конечном итоге имеет больший позитивный экономический эффект для экономики - постепенное обесценение рубля в результате "управляемого воздействия" или, напротив его постепенное, основывающееся на объективных тенденциях, укрепление.

Последнее, как представляется, может в принципе изменить положение на валютном рынке, способствуя выходу его участников из долларовых инструментов и более интенсивной работе с рублями и рублевыми инструментами (особенно если их набор расширится).

О прогнозах:

Ред.: На фоне общих дискуссий о том, каков должен быть размер дальнейшего обесценения рубля, вы, напротив, говорили о недооценке рубля и о том, что постоянное снижение его курса приводит к уменьшению доверия к национальной валюте, к росту долларизации, к ухудшению инвестиционных возможностей. И если дать возможность рынку в большей степени определять уровень курса, то, очевидно, что рубль укрепится и его привлекательность возрастет. Мы это действительно наблюдаем за последний год.*

Михаил Ершов: Следует напомнить, что на ранних этапах валютного рынка валютный курс, который там складывался, отражал лишь ценовые соотношения по узкому набору престижных тогда потребительских товаров. Если же оценить курс с учетом того, что мы потребляем и чем мы пользуемся каждый день, а также цены промышленного сектора, то станет понятно, что рубль на начало 1990-х годов был недооценен почти в 50 раз. Да еще и проводилась политика по его дальнейшему обесценению. Естественно, доллар в таких условиях будет очень привлекательным. Каждый захочет иметь валюту, для которой все рублевые активы недооценены в десятки раз. А если еще говорится, что политика по обесценению рубля будет продолжаться, то понятно, что никто не будет вкладывать свои средства в обесценивающийся актив.

Ред.: И сейчас мы видим подтверждение этого, только уже рубль с долларом меняются местами.

Михаил Ершов: Именно так. Как только ЦБ уменьшил свою покупку долларов, оставив рынку больше возможностей, естественно, сразу доллар пошел вниз, а рубль стал дорожать. Также важно, что ЦБ теперь говорит о возможности дальнейшего удорожания рубля. И это сразу отражается на поведении рынка.

* См. «Аналитический банковский журнал», № 11, с. 10-14, ноябрь 2002 года.

"Аналитический банковский журнал". – 2004. - №2 (105). - С. 16-17.

Уже имеются многочисленные примеры того, что и население, и предприятия, уловив изменения в политике ЦБ и формирующуюся в результате тенденцию к укреплению рубля, начинают перестраивать структуру своих портфелей, уходя из долларовых активов в рублевые. Фактически в 2002-2003 гг. начали отмечаться процессы дедолларизации российской экономики, причем продиктованная не указами сверху, а заинтересованностью самих участников рынка (напомним данные табл.2.4). При наличии рублевых инструментов и возможностей для рублевых инвестиций это значительно повысит привлекательность национальной валюты и будет содействовать усилению инвестиционной активности и увеличению финансовых ресурсов. Такую тенденцию нужно дополнять и поддерживать путем использования механизмов государственных гарантий, снижающих инвестиционные и кредитные риски, что также должно играть заметную роль в реализации экономической политики.

В последнее время российский бизнес серьезно рассматривает возможности инвестиций в долгосрочные государственные инструменты. Это естественно расширит долгосрочную основу денежных ресурсов в экономике. Но для того чтобы эти ресурсы, в

конечном счете, вновь не вернулись на валютный рынок или не ушли из экономики, попав на депозиты ЦБ, денежные власти должны проводить такую процентную и валютную политику, которая делала бы эти возможности менее интересными для участников рынка, чем другие виды рублевых операций.

Отдельного рассмотрения заслуживает вопрос об использовании рублей во внешнеторговом обороте, в первую очередь в увязке с проблемой конвертируемости российской валюты.

О международном использовании рубля в свете задачи конвертируемости

Очевидно, что формирование условий, позволяющих введение полной конвертируемости национальной валюты, - это длительный процесс, связанный с большим числом факторов как внутренней, так и международной экономики.

И в принципе еще нужно оценить, в каких условиях и в какой мере конвертируемость будет оказывать полномасштабное позитивное влияние на экономику. Мы уже раньше высказывали опасения, что преждевременность шагов (носящих в первую очередь административный характер) в данной сфере при еще не сложившихся объективных условиях и неподготовленности экономики может иметь дестабилизирующее воздействие.

Внутренние факторы в первую очередь определяют то, насколько валюта может иметь столь весомый статус. Ведь при сильной экономике и сбалансированной экономической политике, очевидно и валюта будет также сильной и устойчивой. Кроме того, чем устойчивее развивается экономика, тем шире и возможности использования национальной валюты, что будет способствовать созданию устойчивого спроса на валюту на мировых рынках и в целом формировать условия для ее конвертируемости.

Столь масштабные задачи естественно потребуют немало времени для их реализации. Однако в любом случае, независимо от того, будет вводиться конвертируемость или нет, необходимо формировать условия для роста доверия к рублю не только внутри страны, но и за рубежом.

Одна из возможных мер - постепенная модификация практики внешнеторговых расчетов. 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, связанные с производством своей продукции (зарплата, сырье и т.д.), а потому гораздо более уязвим от перепадов валютного курса и заинтересован минимизировать свой риск и рассчитываться в своей валюте.

В связи с этим стоит вновь вернуться к рассмотрению уже не раз звучавшего предложения об осуществлении расчетов за российский экспорт в рублях.

Как представляется, вследствие введения подобной практики может быть достигнут целый ряд результатов, заслуживающих серьезного внимания.

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

Кроме того, будет постепенно формироваться мировая практика расчетов в рублях, который будет все больше рассматриваться как международное средство расчетов.

Более того, все расчеты будут в результате переводиться в "рублевую зону", когда иностранные покупатели будут вынуждены открывать соответствующие рублевые счета в российской финансовой системе для проведения расчетов, что в целом увеличит ликвидность в российской экономике. Средства, конвертируемые иностранными

покупателями из валюты 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 естественно придется иметь некие "запасы" в такой валюте. Это обеспечит постепенное вхождение рубля в мировую валютную систему, что крайне важно при осуществлении конвертируемости. Так же как и в первом случае, эти рублевые ресурсы будут храниться на корсчетах в российской финансовой системе и контролироваться нашим центральным банком.

В-третьих, как следствие, резко возрастет эффективность валютного контроля и уменьшатся возможности оттока капиталов. Все платежи будут осуществляться с рублевых счетов, находящихся в рублевой финансовой системе и могут таким образом легко контролироваться нашими регуляторами.

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

Кроме того, в принципе изменятся приоритеты 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. А это в целом будет способствовать торможению инфляции, и упрочит доверие к рублю (как к укрепляющемуся активу), и сделает его более привлекательным для сбережений и инвестиций (как это уже было в 2002-2003 гг., когда укрепление рубля подтолкнуло и население, и бизнес к отходу от

долларов и к более широкому использованию рублей.) Все это укрепит основу национальной валюты, увеличивая возможности для ее более широкого использования.

Таким образом, мы имеем дело с ситуацией, в которой, во-первых, может выиграть государство - причем, как в долгосрочном стратегическом плане - с точки зрения создания условий для конвертируемости рубля, так и с точки зрения решения текущих задач (налоговых, контрольных и иных вопросов). Во-вторых, могут получить ряд преимуществ сами экспортеры - уменьшая курсовые риски и политические риски.

Понятно, что решение этой проблемы может иметь и ряд сложностей и будет предполагать изменение многих сложившихся правил. Например, "традицию" рассчитываться за сырье в американской валюте (что естественно выгодно самим Соединенным Штатам). Хотелось бы, однако оценить, есть ли еще какие-то серьезные доводы (кроме аргумента, что "так принято"), которые действительно делали бы такую практику не подлежащей никаким изменениям? Кстати, некоторые страны уже начинают говорить о целесообразности отхода от доллара в международных расчетах.

Чтобы уменьшить возможные риски для экономики следовало бы также четко определить режим счетов, которые будут открываться нерезидентами в российской банковской системе. Учитывая, однако, что такие счета будут находиться в правовом поле российских регулирующих органов, меры, обеспечивающие необходимую стабильность и не допускающие кризис могут быть введены достаточно быстро.

Конечно, по мере использования новых подходов будут возникать новые вопросы. Но главное - начать трезвый и объективный анализ проблемы, взвешивая все "за" и "против", чтобы уменьшить возможные риски и заложить основу, которая сделает рубль главной валютой во внутреннем обороте и постепенно повысит его привлекательность в международной сфере.

О роли рубля и некоторых денежно-кредитных инструментах

Мы уже не раз говорили о том, что для повышения привлекательности рубля как национальной валюты он должен опираться на национальные денежно-кредитные рычаги, которые направлены на формирование рублевой экономики. В основе этих подходов должен находиться центральный банк как кредитор последней инстанции, инструменты которого являются основополагающими для национальной валюты и финансовой системы в целом.

И здесь механизмы рефинансирования играют очень большую роль. Ведь если в условиях системной нехватки ликвидности российские банки не будут иметь возможность получить финансовые ресурсы внутри (а у истоков системного формирования ресурсов как раз и стоит центральный банк), то они будут вынуждены идти во внешнюю сферу и оттуда привлекать необходимое финансирование.

С такой ситуацией наша экономика сталкивалась уже не раз. Особенно отчетливо она прослеживалась в период, предшествовавший дефолту 1998 (о чем мы говорили в гл.2). Отчасти схожие тенденции отмечаются и в настоящее время.

Важно при этом, чтобы и используемые денежно-кредитные рычаги могли направлять ситуацию в нужное русло.

Помимо курсовых стимулов важно использование таких рычагов, как нормы резервирования, соответствующие балансовые нормативы и др. Мы помним, какую роль играют такие подходы в ведущих экономиках.

Так, в частности, целесообразно устанавливать норму резервирования по рублевым пассивам на более низком уровне, чем по валюте, что повысит эффективность рублевых операций. Кроме того, по нормативам, связанным с регулированием структуры баланса (достаточности капитала и т.д.) в формулах расчетов активов и

пассивов целесообразно трактовать операции с валютой как более высокорисковые (формально в них действительно присутствует фактор курсового риска), а потому применять к таким ресурсам более жесткие расчетные коэффициенты. Напомним еще раз для примера опыт Японии, которая для стимулирования операций своих банков в иенах, ввела более высокие требования по соотношению капитал/активы по ресурсам в иностранных валютах, что сделало для японских банков операции в иенах более привлекательными.

Указанные подходы должны быть направлены на укрепление основ "рублевой экономики", в центре которой должны находиться рубль как национальная валюта, и национальный центральный банк, которому необходимо в полной мере использовать свои важнейшие функции кредитора последней инстанции, эмиссионного центра и главного денежного регулятора.

Кредитный бум при отсутствии адекватных внутренних стабилизаторов, а также в условиях валютной либерализации и возможного притока (и оттока) иностранных "горячих" денег требует очень внимательного отношения. В этой связи можно понять принятые Банком России меры по введению нормы резервирования по ресурсам, привлекаемым с внешних рынков (раньше такие ресурсы не подпадали под резервирование). Помимо того, что это шаг может притормозить внешние заимствования, он ведет также к выравниванию условий конкуренции на российском рынке с иностранными банками, которые располагают гораздо большими возможностями по привлечению внешних ресурсов, чем их российские партнеры. Однако если монетарные власти будут лишь только перекрывать внешние каналы привлечения ресурсов, не создавая адекватных внутренних возможностей финансирования, это только усилит возможности кризиса и очевидно затормозит экономический рост. Вызывает сомнение и целесообразность установления норм резервирования по внутренним рублевым операциям на более высоком уровне, чем ставки по привлеченным трансграничным ресурсам (как это произошло последний раз летом 2004 года, когда после снижения норм

резервирования они были установлены на уровне 2% по ресурсам, привлеченным от банков-нерезидентов, при том что все прочие рублевые и валютные ресурсы резервировались по ставке 3.5%)

Это при прочих равных условиях сделает внешние заимствования более привлекательными и может способствовать росту внешнего долга. Более того, это может завуалированно поддерживать заинтересованность в обесценении рубля.

Важно также, чтобы формирующаяся финансовая стабильность не была подорвана колебаниями мировой конъюнктуры и подкреплялась соответствующими мерами валютного регулирования. В частности, они должны предотвращать негативные последствия "игры на повышение", когда, уловив тенденцию к укреплению рубля, международные спекулянты будут покупать рубли и рублевые активы лишь на короткий срок, чтобы позднее продать подорожавшие рублевые ресурсы, капитализировать прибыль и уйти с рынка, нарушив его стабильность.

Необходимы и взвешенные подходы к валютной либерализации, которая будет более действенной при крепкой экономике, способной "на равных" конкурировать с внешним миром, при эффективных механизмах нейтрализации "внешних шоков" и "горячих" денег.

И здесь необходим широкий набор инструментов экономической политики, а сама валютная политика не должна быть полностью завязанной на внешнюю сферу.

Поэтому, хотя подходы в курсовой политике модифицировались и привязка к доллару несколько ослабла, но формирование рублевых ресурсов основывается в решающей мере на притоке валюты. И говорить о полноценном использовании валютно-финансовых механизмов в целях реализации приоритетов отечественной экономической политики, как это происходит в промышленно развитых странах, пока преждевременно.

Подводя итог, подчеркнем, что при формировании валютно-финансовой и внешнеэкономической политики не следует руководствоваться соображениями исключительно текущего

конъюнктурного характера. Необходимо трезво оценить, что отвечает долгосрочным стратегическим интересам России, и на этой основе выстраивать подходы к различным сферам экономической деятельности.

На этапе нашего более тесного вхождения в международные экономические процессы следует особое внимание уделить отладке тех механизмов, которые сглаживали бы для нас кризисные ухудшения мировой конъюнктуры, давая в то же время возможность использовать те преимущества, которые мы могли бы получить во внешней сфере.⁷⁹

Такие подходы должны естественно ориентироваться на широкий набор инструментов, предполагающий и диверсифицированные каналы притока ресурсов, и более взвешенное формирование структуры валютных активов и пассивов. Сами валютные механизмы должны при этом иметь более широкий "горизонт" воздействия, создавая условия для эффективного решения как задач торговой политики, так и капитальных (инвестиционных) операций, без которых интеграция будет иметь поверхностные формы.

Следовало бы и более активно использовать рычаги внешнеторгового регулирования, обеспечивающие реальное стимулирование экспорта, при одновременной защите внутреннего рынка и обеспечении эффективности привлечения инвестиций. Подобные меры при необходимости широко применяются различными странами.

Только при таком всеохватывающем подходе можно говорить об эффективном использовании валютного фактора как системного регулирующего механизма, значение которого в условиях глобализации трудно переоценить.

⁷⁹ См. подробнее: М.В. Ершов "О стереотипах в экономической политике". Вопросы экономики № 12. 2001.

МЕХАНИЗМЫ УКРЕПЛЕНИЯ ПОЗИЦИЙ СТРАНЫ В ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ

В современных условиях активная экономическая политика является необходимым условием укрепления позиций государств в глобальных экономических процессах.

В данной связи критически важной становится роль российских экономических властей по стимулированию экономического роста и инвестиций, по обеспечению валютно-финансовой стабильности, по формированию условий по уменьшению зависимости от международных кредитов и мировой конъюнктуры и устойчивого экономического развития. Без этого мы не можем говорить об упрочении внутри - и внешнеэкономического положения России, необходимых для успешного участия страны в глобальной экономике.

При этом необходимо со всей внимательностью учитывать те подходы, которые используют наши основные партнеры и конкуренты. Речь должна идти о самом широком наборе возможных рычагов и механизмов, так как мы не можем говорить о реальной и равной конкуренции, если одна из сторон использует весь потенциал имеющихся механизмов, (как это имеет место в развитых экономиках) тогда как другая ограничивает себя лишь общими вопросами создания "благоприятного экономического климата" (как это часто происходит у нас).

В частности, экономические программы и документы последних лет, как правило, ограничиваются у нас традиционным для последнего времени набором мер, который может предлагаться во всех случаях жизни и для всех сфер деятельности - от экономики до спорта или искусства.

Экономические власти акцентируют преобладающее внимание на вопросах формирования адекватной законодательной и нормативной базы, а также контроля за исполнением всех требований. Обычно в других случаях здесь еще добавляют что-нибудь про

"необходимость квалифицированных кадров", "дебюрократизацию" и т.д. В силу абсолютной очевидности и "универсальности" этих вещей с ними никто, естественно, и не спорит. Они, конечно, нужны, поскольку улучшают общую экономическую среду. Однако когда мы говорим об экономической политике по решению важнейших приоритетов и стратегических задач, стоящих перед экономикой России - устойчивого ускоренного экономического развития страны и ее подготовке к полномасштабной международной конкуренции, то указанных мер явно не достаточно.

Представьте себе врача, который понимает лечение лишь как написание медицинских инструкций и проветривание кабинета. Остается только посочувствовать больному с острой болью, которому вместо интенсивного лечения предложат почитать кодекс о поведении больных и подышать свежим воздухом.

Мы не можем говорить о равной конкуренции с нашими международными партнерами и тем более рассчитывать на ее успех, если конкуренты опираются при этом на всю мощь своих экономических систем, в полной мере используя весь потенциал имеющихся средств - от методов "тонкого регулирования" до прямой государственной поддержки экономики или до информационного воздействия - рекомендаций и общих прогнозов и оценок регуляторов, часто оказывающих на рынок большое воздействие (что возможно только при их реальном весе и ведущей роли в формировании экономической среды).

Мы же между тем не даем нашим экономическим властям занять подобающее им важнейшее место в экономической системе, говорим о невмешательстве в экономику и о некой "самодостаточности" рыночных механизмов (последнее очевидно имеет чисто идеологический оттенок и не выдерживает сколько-нибудь предметного профессионального рассмотрения). А экономика вынуждена в результате опираться исключительно на собственные силы.

Уход государства из экономики - это, к сожалению, не абстрактная тенденция или предмет теоретических дискуссий. Она имеет вполне конкретные практические последствия, которые в жестких условиях глобальных "правил игры" лишают нашу экономику возможностей стабильного и устойчивого внутреннего развития, необходимого для укрепления позиций страны в мире.

В результате мы имеем ситуацию, при которой в экономике отсутствуют реальные внутренние механизмы формирования финансовых ресурсов, не выполняются функции "кредитора последней инстанции" - критичные условия устойчивости и самодостаточности любой финансовой системы. Мы также сталкиваемся с проблемой активной системообразующей бюджетной политики, направленной на формирование условий экономического роста и устойчивого экономического развития. Наконец, отсутствуют ясные ориентиры валютной политики. А та политика целенаправленного вмешательства в курсообразование, которая проводилась долгое время и которая делала ставку на обесценение национальной валюты, что лишь усиливало сырьевую направленность российской экономики, и не способствовало укреплению доверия к национальной валюте.

Это было бы еще допустимым, если бы у наших конкурентов подходы были бы такими же. А как мы видели, в развитых странах речь идет о системообразующей роли экономической политики государства и его решающем воздействии на экономику. Вновь возвращаясь к аналогиям из других областей - такая ситуация напоминает соревнования по гребле, где часть лодок использует моторы, тогда как другие лодки могут пользоваться только веслами.

Когда речь идет о целенаправленной политике по ускорению экономики или росту инвестиций, то мы должны говорить и о снижении центральным банком процентных ставок, и об активном использовании механизмов рефинансирования, о гарантиях, снижающих риски, о бюджетных программах, о налогах и многом другом. Именно так делают в ведущих странах, и именно такие подходы обеспечивают там экономический рост.

На основе проведенного в данной работе анализа подведем некоторые итоги и рассмотрим, каковы могут быть подходы, которые способствовали бы укреплению экономики России и которые могли бы обеспечить ее успешное вхождение в мировую экономику в условиях современной высококонкурентной среды.

Напомним еще раз некоторые основные моменты, которые следует принимать во внимание при формировании тех экономических подходов, которые могут реально обеспечить укрепление экономики.

Денежно-кредитная сфера

Ее роль представляется одной из главных. Именно денежно-кредитные рычаги обеспечивают формирование инвестиционных и кредитных ресурсов, их срочность, влияют на установление цены, оказывая в результате мощное воздействие на всю экономику.

Более того, именно эта сфера может позволить укрепить позиции "рублевой экономики", повысив привлекательность работы с рублями и усилив значение национальной валюты для России (что особенно важно при необходимости роста инвестиций и сохраняющемся высоком уровне долларизации экономики).

В этой связи хотелось бы подчеркнуть ряд основополагающих моментов:

1. Важнейшей экономической задачей является использование механизмов, формирующих финансовые ресурсы и позволяющих осуществлять монетизацию экономики адекватную для решения стоящих задач. В случае ухода национальных денежных властей из этого процесса, очевидно, что формирование таких ресурсов будет возможно только путем привлечения средств с международных рынков. Учитывая, что в конечном итоге за формированием иностранных ресурсов стоят денежные власти других государств,

вопрос о контроле за механизмами формирования финансовых ресурсов приобретает стратегическое значение, и от его решения будет зависеть возможность проведения самостоятельной национальной экономической политики. Это особенно важно в условиях обостряющейся международной конкуренции.

2. Если экономический рост финансируется, прежде всего, из внешних источников, то в перспективе все большая часть финансовых ресурсов страны будет зависеть от мировой конъюнктуры, а их поступление и последующее использование - от намерений внешних кредиторов. Это в конечном итоге приведет к доминированию иностранных банков на российском рынке. **Важно, чтобы в такой стратегической сфере российской экономики, как финансы, ключевые позиции занимали национальные денежные власти и национальный бизнес.**

3. Необходимо также усиление роли такого важнейшего института экономической политики, как Центральный Банк. Он должен начать реально играть ту роль, которую он играет во всех развитых экономиках - **кредитора последней инстанции** и первичного источника финансовых ресурсов. Одновременно на сам Центральный банк должны быть возложены и более масштабные цели: помимо чисто финансовых задач - контроля за инфляцией и валютным курсом - необходимо поставить перед ним задачи, приближающие его к реальной экономике - по поддержанию экономического роста и занятости.

4. Как следствие представляется крайне важным последовательное использование денежными властями имеющихся у них механизмов, необходимых для формирования финансовых ресурсов и содействующих их дальнейшему направлению на инвестиции.

При этом следует выработать комплексные подходы к проблеме монетизации, увязывающие политику ЦБ с общеэкономическими приоритетами, в первую очередь, задачами бюджетной и структурной политики. Это также должно сопровождаться реализацией мер по стимулированию спроса .

5. Должны действительно начать играть свою важную роль ставки и механизмы рефинансирования, которые давали бы возможность ЦБ реально влиять не только на кредитный и финансовый рынки, но и на всю экономику (как это происходит в ведущих странах).

Кроме того, нужно последовательно использовать различные формы рефинансирования (переучета векселей, использование корпоративных и муниципальных облигаций и пр.), что может способствовать направлению ресурсов с учетом приоритетов экономической политики государства, обеспечивать межсекторальный и межрегиональный переток капиталов. Более активную роль в этом должны играть специализированные фонды и банки. Для достижения указанной цели необходимо шире использовать процентные, налоговые и иные рычаги.

6. При этом необходимо, чтобы денежное предложение, (обеспечивающее экономику финансовыми ресурсами) в первую очередь формировалось именно на основе внутренних источников и с учетом внутренних потребностей экономики, а не путем привлечения внешних займов или покупки центральным банком экспортной выручки. Поскольку в последнем случае центральный банк лишь идет вслед за ситуацией и выполняет, по сути, пассивную роль "обменного пункта", через который рубли попадают в экономику, что лишь усиливает зависимость нашей экономики от мировой конъюнктуры и еще больше закрепляет ее сырьевую направленность. Финансовые ресурсы должны в первую очередь возникать с учетом потребностей внутреннего рынка, давая возможность и отраслям не связанным с экспортом получать необходимые ресурсы для модернизации и структурных изменений.

Более того, в ведущих странах центральные банки сами активно формируют рынки и могут кардинально изменить состояние в экономике.

7. При этом необходимо в первую очередь **стимулировать работу с рублем и рублевыми инструментами**. Помимо курсовых стимулов (о чем будет говориться ниже) важно использование таких

рычагов, как нормы резервирования, соответствующие балансовые нормативы и др. Мы помним, какую роль играют такие подходы в ведущих экономиках.

Все эти меры должны быть направлены 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 и главного денежного регулятора.

8. Большое значение имеет формирование механизмов, способствующих высвобождению и расширению возможностей использования уже имеющихся средств. В этой связи целесообразно рассмотреть меры по увеличению кредитного мультипликатора - уже упоминавшееся снижение нормы резервирования (в данном случае - с точки зрения мультипликационного роста ресурсов), уменьшение доли наличных денег в денежной массе, ограничение отвлечения ресурсов на депозиты ЦБ (за счет создания других эффективных возможностей по работе с рублями) и т.д.

9. Также важны меры по уменьшению долларизации российской экономики. 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 политики, 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 будет для участников рынка серьезным стимулом для проведения операций в рублях и создаст дополнительную основу для инвестиционной деятельности.

При всей своей важности денежно-кредитная политика не должна быть "вещью в себе", а во все большей мере становится важнейшим инструментом, обеспечивающим эффективное экономическое развитие, способствуя выполнению тех структурных и иных приоритетных задач, которые стоят перед экономикой.

В этой связи денежно-кредитные подходы должны быть тесно увязаны с решением задач валютной и бюджетной политики.

Валютная политика

Среди большого количества направлений, на которые влияет валютная политика, ряд вопросов в условиях "глобальных правил игры" выходят на первые роли и становятся для России особенно важными.

Первое - это то, насколько эффективно регулируется взаимодействие внутренней экономики с внешним миром, какова степень влияния глобальной экономики на внутреннее положение и сколь эффективно используются рычаги, нейтрализующие влияние мировых кризисных процессов, переливов горячих денег и позволяющие внутренней экономике окрепнуть и адекватно подготовиться к глобальному взаимодействию. К этой группе вопросов относятся и механизмы, регулирующие движение капиталов, и внешнеторговые потоки, и некоторые другие аспекты.

Второе - насколько проводимая политика позволяет национальной валюте занять центральное место в экономических процессах, протекающих внутри страны и насколько в конечном итоге рубль может постепенно войти в мировую валютную систему.

Укажем на ряд важных аспектов данной проблемы:

1. Курсовая политика должна способствовать увеличению доверия к национальной валюте, чего нельзя достичь, если постоянно использовать ее как "допинг" для экспорта, обесценивая ее в целях

стимулирования экспортеров. Ни население, ни бизнес не будут вкладывать свои средства в обесценивающийся актив.

В случае, если курсовая политика будет реальной и взвешенной, системный эффект для экономики может быть очень существенным. 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, ухудшая общие инвестиционные возможности.

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

Мы формируем 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.

3. При этом в "геоэкономическом" плане следует помнить, что рублевое пространство - это то, что формируется и управляется национальными денежными властями и национальными экономическими субъектами, и от того, насколько "весомая" и стабильна будет эта рублевая среда в международной финансовой системе, зависит вес и место страны (а стало быть - и ее компаний и банков) в мире.

4. Учитывая разнонаправленный характер воздействия валютного курса на экономику, не следует замыкать на нем все внешнеторговое или внешнеэкономическое регулирование. 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.)

5. Важно и использование рычагов валютного регулирования, чтобы

формирующаяся финансовая стабильность не была подорвана спекулятивными операциями или колебаниями мировой конъюнктуры.

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.

6. 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.

Поэтому при всей важности валютной и финансовой либерализации она должна проводиться постепенно, по мере укрепления рынка и увеличения его устойчивости к "внешним шокам".

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 (Западная Европа, США) или 1990-х гг. (Япония), когда они заняли прочные позиции в мировой экономике.

7. При этом набор технических рычагов (как свидетельствуют рассмотренные нами примеры) 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.

Чтобы не допустить расшатывающего 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.

Из практики российского рынка хотелось бы напомнить и о введении в конце 1998 г. (в целях предотвращения расшатывания валютного рынка) так называемой "нулевой валютной позиции по конверсионным операциям", которая резко ограничила спекулятивные сделки и позволила сохранить относительную стабильность на рынке в условиях кризиса (нечто похожее по общей идеологии применялось и в 2000-е гг. в США, когда для предотвращения дестабилизирующей роли ряда фондовых операций вводились ограничения на "короткие" сделки).

8. Таким образом, при необходимости можно создать условия, обеспечивающие достаточно сбалансированное поведение участников на рынке, используя при этом не столько "административные" рычаги, сколько подходы и механизмы, создающие экономическую заинтересованность участников рынка к определенным видам операций. Эти подходы следует учитывать при возникновении кризисных ситуаций в будущем.

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

Роль бюджетных механизмов

Коль скоро Россия заинтересована эффективно интегрироваться в мировую экономику, мы должны иметь в виду, что в ведущих странах огромное значение придается использованию бюджетных механизмов - как с точки зрения обеспечения приоритетов национальной экономической политики, так и - для укрепления экономики и обеспечения экономического роста в целом.

Причем, именно бюджетные приоритеты являются решающими при формировании первоначальной структуры финансовых потоков, **связывая денежно-кредитную политику с бюджетными задачами. Фактически монетизация экономики, необходимая для поддержания экономического роста, осуществляется с учетом задач структурной политики.** Напомним, что именно под бюджетные программы и США, и Япония обеспечивают в решающей мере (до 90%) формирование всей эмиссионной политики. При этом закладываются и прочные основы "длинных" денег. Именно здесь проявляется тесная координация и взаимодействие экономических властей, когда Минфин и ЦБ по сути стоят у истоков всей финансовой системы, давая ей общие ориентиры и помогая направить ее в нужное для экономики русло.

При этом сами экономические приоритеты, финансирование которых таким образом обеспечивается, в свою очередь являются результатом совместных усилий и баланса интересов национальных регуляторов, отраслевых министерств и представителей отраслевой промышленности, что делает всю систему еще более завершенной.

В этой связи хотелось бы подчеркнуть следующее:

1. Место бюджета в российской экономике должно быть адекватно как ее масштабам, так и тем задачам, которые перед ней стоят во внутренней и внешней сферах. Без решения целого ряда принципиальных задач, стоящих перед страной, мы не можем

расчитывать на ее реальное и полномасштабное участие в мировой экономике.

2. Должны быть сформулированы четкие экономические приоритеты позволяющие, на основе скоординированных подходов обеспечить решение важнейших задач - экономического роста и развития, прогрессивных структурных преобразований.

3. При этом необходима существенная активизация бюджетной политики, при которой бюджет должен начать выполнять функции мощного системообразующего механизма, способствующего осуществлению необходимых структурных преобразований.

4. Необходимо учитывать, что политика последовательного поддержания бюджетного профицита при том, что получаемые средства не возвращаются в экономику, а направляются на иные цели (погашение внешнего долга, формирование стабфонда и т.д.) по сути означает стерилизацию, ведущую к изъятию средств из экономики. В результате, во-первых, уменьшаются возможности проведения целевой структурной политики и, во-вторых, в целом ограничиваются возможности экономического роста, для осуществления которого требуется как раз обратное - дополнительные средства.

В условиях возможного ухудшения "нефтяной конъюнктуры" проблема поддержания роста очевидно станет более острой и сделает механизмы стимулирования экономики центральными при решении этой проблемы.

5. Мировой опыт выхода из кризисов как в XX веке, так и уже в последние годы, весьма показателен. Ведущие страны – в первую очередь США и Япония - еще раз продемонстрировали успешную практику стимулирования экономики с использованием бюджетных рычагов. В этой связи использование механизмов поддержки экономического роста на основе механизмов дефицитного финансирования, обеспечивающего приток дополнительных финансовых ресурсов, требует самого серьезного рассмотрения.

6. Более того, целый ряд системообразующих программ в силу их важности для экономик западных стран продолжают финансироваться

даже несмотря на отмечающийся у них бюджетный дефицит. Поэтому такие важные и перспективные сферы развития, как малый бизнес, ипотека, другие ключевые направления с учетом их потенциала и той роли, которую они могут и должны играть в экономике, следует поддерживать и стимулировать в любых условиях, даже если это сопряжено с некоторым увеличением бюджетного дефицита, поскольку их вклад в экономический рост, а в конечном итоге в укрепление и экономики, и бюджета может иметь определяющее значение.

7. При укреплении экономических основ, которые могут достигаться посредством бюджетного финансирования, следовало бы предусмотреть увязку этих процессов с такими вопросами денежно-кредитной политики, как формирование денежного предложения и создание в экономике длинных финансовых ресурсов, необходимых для инвестиций и структурных преобразований. (Напомним, что именно такие подходы используются нашими основными конкурентами, что делает всю систему более прогнозируемой и управляемой).

8. На этапе формирования экономических основ в условиях, когда необходима дальнейшая монетизация экономики, формирование финансовых ресурсов и их приток в экономику может осуществляться с учетом бюджетных приоритетов, что сделает первичную эмиссию максимально сфокусированной на задачи экономической политики.

9. Необходимо отойти от идеологических подходов в бюджетной политике, когда вместо поиска путей более оптимального использования бюджетных механизмов, говорят о их недееспособности или ненужности, ввиду нерационального использования средств или их возможной растраты. Происходит подмена понятий: из-за неспособности или нежелания наладить необходимую работу, ее предлагается вообще прекратить. Очевидно, любые сложные задачи могут сопровождаться сбоями или нарушениями (это происходит во всех странах). При этом первоочередное внимание необходимо уделять именно отладке тех

механизмов, которые позволят подобные сбои не допускать или уменьшат их вероятность.

О координации подходов

Использование всех рассматриваемых подходов и механизмов должно быть тесно увязано между собой, поскольку и сами экономические процессы часто являются результатом многоуровневого воздействия большого числа факторов из разных сфер. При этом использование экономических рычагов должно находиться в строгом согласовании друг с другом, ориентируясь на достижение одинаковых целей (а не так как это иногда происходит, когда принимаемые меры часто носят взаимоисключающий характер).

Наконец, должна осуществляться эффективная институциональная координация, то есть взаимодействие между основными участниками экономики - как регуляторами, так и самим бизнесом.

Очевидно, что и Центральный Банк, и Минфин, и Минэкономразвития должны играть важнейшую роль при формировании экономических приоритетов, и, что еще более важно - реально использовать весь имеющийся у них мощный потенциал рычагов для достижения стоящих целей.

Причем, в условиях, когда Россия все более тесно вовлекается в международные глобализационные процессы, необходимость таких подходов - это не абстрактные теоретические заключения. **Это вопрос выживания страны и сохранения и укрепления ее экономического и политического суверенитета.**

Институциональная координация должна опираться на четкие ориентиры экономической политики. Применяемые в этой области рычаги и механизмы должны быть составной частью **бюджетной, денежно-кредитной и валютной политики, направленной на**

обеспечение национальных приоритетов развития и создание условий для устойчивого экономического роста.

Национальным денежным властям и отечественному бизнесу должна принадлежать в этих процессах ведущая роль.

Современная экономика должна создавать привлекательные условия ведения бизнеса для всех участников рынка - российских и иностранных, но основу национальной экономической системы должен представлять в первую очередь национальный бизнес, от развития и укрепления которого в конечном итоге зависит и укрепление страны. **Именно национальный бизнес - основа мощи любого государства.** Поэтому для государства важно в первую очередь уделять внимание проблемам национальных компаний, содействуя укреплению их позиций в стране и за рубежом.

Очевидно, что в сильной экономике становятся более прочными и позиции национального бизнеса, что значительно увеличивает возможности эффективной конкуренции в условиях глобализации.

При этом эффективность политики, способствующей укреплению его позиций на внутреннем рынке (что особенно важно ввиду предстоящего вступления России в ВТО), будет определять масштабы участия национального бизнеса в экономическом подъеме в стране и возможности отстаивания ее интересов за рубежом. Национальный бизнес должен осознавать: чем сильнее экономика - тем крепче и его собственные позиции. Деловые круги должны продемонстрировать обществу, что те цели, которые стоят перед экономикой, важны для бизнеса, и он должен стремиться занять активную позицию в реализации этих подходов. В свою очередь, упрочение позиций бизнеса закладывает более надежные основы для проведения государством экономической политики, для осуществления экономических преобразований.

Крепкое стабильное государство, создающее надежные условия работы национальному бизнесу в стране и за рубежом, сильные промышленность и банки, формирующие экономические основы

страны, активная экономическая политика государства являются важнейшим условием устойчивого и долгосрочного развития России.

Процессы, протекающие в современной глобальной экономике, таят в себе и огромные выгоды и разрушительные риски. И от того, насколько правильно выбрать приоритеты и точки опоры в этой высокодинамичной среде, зависит, сможет ли Россия занять достойное место в мировой экономической системе. В нашей работе мы попытались наметить некоторые наиболее важные механизмы и подходы, которые необходимо учитывать при решении столь важных и масштабных задач.

ОБ АВТОРЕ

Ершов Михаил Владимирович окончил факультет международных экономических отношений Московского финансового института (в настоящее время – Финансовый Университет при Правительстве РФ).

В 1986 г. окончил очную аспирантуру Института мировой экономики и международных отношений (ИМЭМО) АН СССР, защитив там кандидатскую диссертацию по международным валютно-финансовым проблемам.

В 1998 г. защитил докторскую диссертацию в Институте Европы РАН по международным валютно-финансовым проблемам.

Работал в крупных международных и российских финансовых компаниях и банках. В течение ряда лет возглавлял консультационный департамент международной аудиторской компании «Делойт и Туш СНГ».

Принимал участие в работе экспертных групп государственных и общественных организаций.

Участвовал в рабочих группах президиума Государственного совета РФ: по проблемам развития банковского сектора; по проблемам государственной промышленной политики. Входит в состав межрегионального банковского совета при Совете Федерации.

Участвовал в работе официальных делегаций во время встреч стран «Большой семерки» (G-7).

Автор большого числа публикаций по валютным, банковским и денежно-кредитным проблемам.

В настоящее время является Старшим вице-президентом Росбанка.

Ершов М.В.

Экономический суверенитет России в глобальной экономике / М.В. Ершов. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. – 280 с.

В книге показано, как Россия и российский бизнес могут упрочить свои позиции в конкурентной глобальной экономике. Какие возможности (часто не всегда заметные и очевидные) заключены в современной ситуации и каким образом возможно их использование для подготовки к полномасштабной конкуренции в условиях современной интеграции, и в связи с вхождением в ВТО? Дается анализ того, как в новых экономических условиях ведут себя наши основные конкуренты – страны и отдельные компании – для упрочения своих позиций в мире.

Приводятся полностью подтвердившиеся прогнозы, ранее сделанные автором, о ситуации на валютном, фондовом рынках, в денежно-кредитной и банковской сферах. Рассматривается, в какой мере эти прогнозы были обусловлены характером экономических тенденций.

Автор дает целый ряд новых прогнозов в валютно-финансовой сфере, в экономике в целом. Показывается, какие факторы необходимо учитывать и на какие механизмы и подходы следует опираться для сохранения национального экономического суверенитета и для обеспечения реального системообразующего участия России в мировой экономике в жестких конкурентных условиях.