

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ
БЮДЖЕТНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ НАУКИ**

329

**ИНСТИТУТ ЕВРОПЫ
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК**

**МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА:
НАСТОЯЩЕЕ И БУДУЩЕЕ**

МОСКВА 2016

**Федеральное государственное
бюджетное учреждение науки**

**Институт Европы
Российской академии наук**

**МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА:
НАСТОЯЩЕЕ И БУДУЩЕЕ**

**Доклады Института Европы
№ 329**

Москва 2016

УДК 339.7(100)(063)
ББК 65.268.64я431
М64

Редакционный совет:
Ал.А. Громыко (председатель),
Е.В. Ананьева (шеф-редактор), Ю.А. Борко,
В.В. Журкин, М.Г. Носов, В.П. Фёдоров

Под редакцией А.И. Бажана (отв. ред.), К.Н. Гусева

Рецензенты:
Буторина Ольга Витальевна, доктор экономических наук
Соколова Елизавета Сергеевна, доктор экономических наук

Номер государственной регистрации: № 115022670056
«Перспективы европейской валютно-финансовой интеграции»

В подготовке материалов к печати принимала участие Е.В. Дрожжина

Мировая валютная система: настоящее и будущее : = The International monetary system: present and future : / [под ред. А.И. Бажана (отв. ред.), К.Н. Гусева]. – М. : Ин-т Европы РАН, 2016. – 116 с. – (Доклады Института Европы = Reports of the Institute of Europe / Федеральное гос. бюджетное учреждение науки Ин-т Европы Российской акад. наук ; № 329). – Парал. тит. л. англ. – ISBN 978-5-98163-076-7.

Сборник статей по итогам конференции, проведённой в Институте Европы РАН, посвящён проблемам мировой валютной системы и тенденциям её развития. Авторы исследуют последствия доминирования в мировой экономике доллара США, перспективы использования в мировом обороте китайского юаня и других национальных и региональных валют, причины и особенности кризиса МВС, а также возможности и пути стабилизации мировой валютно-финансовой системы в целом.

Мнение авторов может не совпадать с мнением редакционного совета.

ISBN 978-5-98163-076-7

© ИЕ РАН, подготовка текста, 2016

Russian Academy of Sciences

Institute of Europe RAS

**THE INTERNATIONAL MONETARY
SYSTEM: PRESENT AND FUTURE**

**Reports of the Institute of Europe
№ 329**

Moscow 2016

Аннотация

Настоящая работа посвящена актуальным проблемам мировой валютной системы. В ней анализируется роль доллара как доминирующей мировой валюты. Авторы показывают преимущества, которые привлекают США из этого доминирования, и недостатки, связанные с негативным воздействием американской монетарной политики, проводимой в собственных интересах, на остальную часть мира и, прежде всего, на развивающиеся страны, а также Россию. Исследуются пути реформирования мировой валютной системы. Рассмотрена возможность возврата к использованию в качестве мировых денег золота и других товарных ресурсов. Делается вывод, что реформы в ближайшем будущем не будут носить радикальный характер и сведутся к корректировке некоторых принципов движения мировых потоков денег с целью снизить разрушительное воздействие нерегулируемых приливов и отливов спекулятивных капиталов на национальные экономики.

Анализируются перспективы использования в качестве мировых денег китайского юаня, который может составить реальную конкуренцию американскому доллару в силу быстрого роста экономического и экспортного потенциала экономики Китая. Вместе с тем показаны ограничения, которые не позволяют стране решить эту задачу в ближайшее время. Детально рассмотрены меры Евросоюза по преодолению финансового кризиса и обеспечению стабильности единой европейской валюты.

Annotation

This collection of articles is devoted to the acute problems of the international monetary system. The authors analyze the role of the US dollar as the dominant global currency and the benefits that USA gain from this domination and disadvantages for the rest of the world, especially for developing countries and Russia. The brochure discusses ways of reforming the global monetary system. Possibilities of returning to the gold standard or other commodities as the base for international currency are considered. The reforms will not be radical in the near future, and will be aimed at adjusting the principles of global money circulation to limit its possible destructive impact on the world economy.

Prospects of the Chinese yuan as a possible competitor to the US dollar thanks to the rapid growth of Chinese economy and exports are studied. At the same time there are some restrictions that may prevent the country from achieving this goal in the nearest future. Measures taken by the EU to overcome the financial crisis and ensure the stability of euro are reviewed.

СОДЕРЖАНИЕ

<i>Громыко Ал.А.</i> Введение.....	7
<i>Фёдоров В.П.</i> Какая экономика, такая и валюта.....	9
<i>Головнин М.Ю.</i> Проекты реформирования мировой валютной системы.....	10
<i>Ершов М.В.</i> О рисках мировой валютной системы.....	17
<i>Звонова Е.А.</i> Глобальный дисбаланс сбережений и по- требления: влияние на мировую валютную систему.....	22
<i>Бажан А.И.</i> Роль американского доллара в мировой валютной системе.....	29
<i>Навой А.В.</i> Мировые деньги в глобальном перераспределении дохода.....	33
<i>Смыслов Д.В.</i> Основные особенности современной мировой валютной системы.....	43
<i>Чибриков Г.Г.</i> Мировые деньги и роль доллара.....	55
<i>Меликов Ю.И.</i> Направления трансформации мировой валютной системы.....	61
<i>Гельвановский М.И., Водянова В.В., Минченков М.А.</i> Мультитоварная база – обеспечение региональной валюты.....	63
<i>Кабир Л.С., Яковлев И.А., Никулина С.И., Урумов Т.Р., Раков И.Д.</i> Плавающий валютный курс и риски устойчивости финансовой системы.....	72
<i>Пищик В.Я.</i> Финансовый союз в контексте консолидации европейского ЭВС.....	81
<i>Оленченко В.А.</i> Евро и Брекзит.....	86
<i>Платонова И.Н.</i> Совершенствование механизма трансграничных межбанковских расчётов в национальной валюте.....	93
<i>Кузнецова В.В.</i> Нерешённые проблемы становления юаня как резервной валюты.....	99
<i>Плисецкий Д.Е.</i> Долларизация экономики России и её влияние на национальную финансовую систему.....	106
<i>Левашов П.А.</i> Влияние изменений соотношения..... мировых валют на мировой экспорт.....	114

CONTENTS

<i>Gromyko A.I.</i> Introduction.....	7
<i>Fedorov V.P.</i> The national economy determines the global position of the national currency.....	9
<i>Golovnin M.Yu.</i> Projects of international monetary system reforms.....	10
<i>Ershov M.V.</i> On the risks of the international monetary system.....	17
<i>Zvonova E.A.</i> Global imbalances of savings and consumption: implications for global monetary system.....	22
<i>Bazhan A.I.</i> The role of the US dollar in the international monetary system.....	29
<i>Navoi A.V.</i> International money in the global redistribution of income.....	33
<i>Smislov D.V.</i> Main features of the modern international monetary system.....	43
<i>Chibrikov G.G.</i> Global money and the role of the US dollar.....	55
<i>Melikov Y.I.</i> Ways of international monetary system transformation.....	61
<i>Gelvanovsky M.I., Vodianova V.V., Minchenkov M.A.</i> Multi-commodity base for a regional currency.....	63
<i>Kabir L.S., Yakovlev I.A., Nikulina S.I., Urumov T.R., Rakov I.D.</i> Floating exchange rate and stability of the financial system.....	72
<i>Pischik V.I.</i> Financial Union in the context of the European EMU consolidation.....	81
<i>Olenchenko V.A.</i> The euro and the Brexit.....	86
<i>Platonova I.N.</i> Improving the mechanism of cross-border interbank payments in national currency.....	93
<i>Kuznetsova V.V.</i> The Chinese yuan as a reserve currency: unsolved problems.....	99
<i>Plisetsky D.E.</i> Dollarization of the Russian economy and its impact on the national financial system.....	106
<i>Levashov P.A.</i> The impact of global currencies on world exports.....	112

ВВЕДЕНИЕ

Тема настоящего и будущего мировой валютной системы масштабна и чрезвычайно актуальна. В последние годы происходит политическая и экономическая диверсификация международных отношений, получившая название «полицентричность». Должны ли следом идти схожие процессы и в мировой валютной системе? С одной стороны, превращение евро во вторую по своему мировому значению резервную валюту отражает эту тенденцию. Однако насколько далеко могут зайти эти процессы, есть ли пределы для развития полицентричности, в том числе в валютной системе?

Споры о полицентричности как о приемлемой модели для международных отношений XXI в. не утихают. Многие считают, что она может привести не к стабилизации этой системы, а, наоборот, к росту её нестабильности. В этом есть логика: чем больше окажется центров силы и влияния в мире, тем труднее будет находить устраивающие всех решения. С учётом того, что в последние годы дестабилизация, по крайней мере, в определённых регионах мира не снижалась, а росла, можно допустить, что полицентризм в целом может нести ещё большие риски и опасности, чем мир однополярный, биполярный или мир, которым руководит некий «концерт держав» в изначальном или трансформированном смысле.

Если предположить, что многополярная мировая валютная система создана, то априори она была бы более стабильной и эффективной, чем система с валютой-монополистом, или, наоборот, в этом были бы скрыты ещё более высокие риски, чем те, с которыми сталкивается международная финансовая и валютная архитектура в последние годы. По некоторым показателям в международных расчётах, например, по данным SWIFT, в последнее время обозначилась корректировка. С января 2014 г. по январь 2015 г. доллар явно укрепил свои позиции: с 38,75 до

* Громыко Алексей Анатольевич, д.полит.н., директор Института Европы РАН.

43,41%. Евро же сильно сдал: с 33,52 до 28,75%, также как и фунт стерлингов: с 9,37 до 8,24%. Таким образом, если процесс по развитию полицентричности в мировой монетарной системе и развивается, то происходит он нелинейно: с откатами и корректировками.

Важный вопрос: каковы перспективы китайского юаня в мировой валютной системе? В торговом финансировании он уже занял второе место в мире, потеснив евро. В качестве расчётной валюты он пока в 20 раз уступает доллару. Однако если брать период с 2010 по 2015 гг., юань поднялся с 35-го на 5-е место в мире и занимает эту позицию после иены, фунта, евро и доллара. Если же взять вес юаня в регионе АТР, то там он уже вышел на первое место.

Интересные процессы развиваются также вокруг МВФ. В декабре 2015 г. «Файнэншл таймс» опубликовала статью министра финансов РФ А.Г. Силуанова, в которой он пишет о реакции российских властей на решение фонда продолжить программу помощи Украине после того, как Киев отказался возвращать долг в 3 млрд долл. России. В статье говорится, что решение беспрецедентно и способно стать бомбой замедленного действия, как и показателем того, что мировая валютная система не справляется с вызовами, которые перед ней стоят, что она всё больше политизируется.

Представляется, что мировая валютная система неизбежно будет трансформироваться вместе с изменением конфигурации ведущих мировых политических и экономических сил. И процесс этот будет долгим, неоднозначным и нелинейным.

Животрепещущая тема – может ли мировая валютная система при неблагоприятном сценарии развития современной истории превратиться, испытав раскол, из инструмента глобализации в способ её демонтажа в виде конкурирующих, а то и враждующих, региональных или трансрегиональных блоков, включая валютный элемент. Однако это – тема для отдельного разговора.

КАКАЯ ЭКОНОМИКА, ТАКАЯ И ВАЛЮТА

Мировая валютная система усложнилась в последние десятилетия. Появились совершенно новые денежные единицы, например, евро. Тем не менее, доллар США по-прежнему остаётся ключевой международной валютой. В экономической литературе постоянно обсуждается тема доллара в разных её аспектах: это – колебания его курса, конкуренция со стороны других валют, разрыв некогда прочной связи с золотом и др.

В долларе находит очевидное отражение великодержавная политика США. При всех превратностях доллар обладает необходимыми предпосылками существования в качестве мировой валюты. Его поддерживает вся мощь американской экономики, а она занимает лидирующее положение в мире. Доллар используют как средство проникновения в другие страны, несмотря на охватывающие его временные конъюнктурные слабости.

В целях защиты от США и захвата ими экономического и политического контроля менее мощные страны стремятся отгородиться от американской валюты, опасаются впускать на порог своего дома этого троянского коня. Здесь кроется первопричина появления евро, хотя члены Евросоюза относятся к числу союзников заокеанской державы. Другие страны, не столь близкие, выстраивают свои оборонительные линии и переходят или стремятся перейти на региональные валюты без большого успеха. Те, кто считает, что «ущемляя» доллар, можно нанести ощутимый урон американской экономике, должны считаться и с собственными потерями.

Можно выразиться так: доллар поднимает американскую экономику, американская экономика поднимает доллар. Какая экономика, такая и валюта. Биться против доллара как такового, не учитывая его обеспеченность мировым товарным оборотом (торговым и инвестиционным, а не золотом), всё равно, что биться

* Фёдоров Валентин Петрович, член-корреспондент РАН, заместитель директора Института Европы РАН. Статья подготовлена при поддержке РГНФ в рамках проекта № 15-07-00063.

об стенку. Не сбросят доллар с пьедестала и локальные валюты, не подготовленные для обслуживания мирового хозяйства.

Вместе с тем наращивает своё влияние китайский юань, войдя с октября 2016 г. в корзину валют, на основе которых подсчитывается размер специальных прав заимствования.

Нельзя не сказать и об институциональной роли доллара. Что значит иметь большинство голосов в международных финансовых организациях и заниматься манипуляциями при принятии решений, показали западные страны в конце 2015 г., когда Украина отказалась вернуть России суверенный долг в размере 3 млрд долл. По правилам МВФ, в отношении страны в случае невозврата кредита объявлялся дефолт, и её лишали возможности получать новые займы на обычных условиях. Однако МВФ пошёл на беспрецедентное за всю историю фонда нарушение этого пункта, чтобы показать свою лояльность Украине и крепче привязать её к западному миру. Одновременно МВФ пренебрёг интересами России, поспособствовав тому, что трёхмиллиардный долг так и не был выплачен. Небольшое участие России в капитале МВФ не позволило ей воспрепятствовать такому ходу событий.

США опасны для остального мира не только в военном плане, но и в экономическом, и если их потенциал в перспективе будет относительно уменьшаться, то и доллар будет терять свою привлекательность.

*М.Ю. Головин**

ПРОЕКТЫ РЕФОРМИРОВАНИЯ МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ

Существуют две ключевые особенности современной мировой валютной системы: с одной стороны, она позволяет странам на национальном уровне самостоятельно выбирать режим валютного курса, с другой – де-факто поддерживать главенствующую роль доллара США в мировой экономике. Показательно,

* Головин Михаил Юрьевич, д.э.н., заместитель директора Института экономики РАН.

что подавляющее большинство государств в мировой экономике предпочитает тем или иным способом регулировать валютный курс к доллару. Жёсткого регулирования валютного курса в рамках валютного управления или одностороннего отказа от национальной валюты придерживается достаточно небольшое число государств (25 по состоянию на 2014 г.), различные формы фиксации валютного курса используют 83, а управляемое плавание применяют ещё 54 страны¹. Таким образом, доллар США как резервную валюту поддерживают те режимы валютного курса, выбор которых осуществляется на национальном уровне.

В отношении фактического выполнения долларом США роли основной мировой валюты часто звучат два соображения: курс доллара крайне волатилен, что подрывает его функцию как меры стоимости в мировой экономике, и его позиции в мировой валютной системе постепенно ослабевают. В отношении динамики реального эффективного курса доллара (см. график 1) сейчас наблюдается разворачивание тренда, и реальный эффективный курс доллара США фактически вернулся к показателям начала 2000 г., завершив циклическую волну колебаний. При этом колебания курса доллара не столь существенны по сравнению с колебаниями эффективных курсов других валют.

График 1



Источник: Bank for International Settlements. URL: <http://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=6>187.

Что касается позиций доллара в мировой валютной системе, то их можно оценить по ряду показателей. Во-первых, основным

¹ Annual Report 2014. Appendix II. Financial operations and Transactions. Washington DC: International Monetary Fund, 2014. P. 10-12.

обобщающим показателем служит доля доллара США в объёме торгов на мировом валютном рынке (см. график 2). Если с 2001 по 2010 гг. действительно наблюдалась устойчивая тенденция снижения доли доллара в обороте мирового валютного рынка, то затем она сменилась на противоположный тренд. Схожая динамика наблюдалась в отношении доли доллара в общем объёме мировых валютных резервов (см. график 3). Только по этому показателю минимальное значение было достигнуто несколько позже – в конце 2013 г., после чего также началась восходящая тенденция.

График 2



Источник: Triennial Central Bank Survey. Report on global foreign exchange market activity in 2013. Bank for International Settlements, 2013.

График 3



Источник: расчёты автора на основе Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves. URL: www.imf.org.

Таким образом, уже нельзя говорить о постоянном снижении роли доллара, о которой шла речь раньше. Можно констатировать, что мировая валютная система демонстрирует некоторую устойчивость.

Строго говоря, можно выделить лишь весьма ограниченный круг проблем, относящихся непосредственно к мировой валют-

ной системе. Глобальный финансово-экономический кризис показал, что мировая финансовая система действительно содержит огромное количество проблем, и в настоящее время идут реформы, направленные на их устранение. Между тем, реформа мировой валютной системы по сути даже не начиналась. Основные соображения касаются реформы международной финансовой архитектуры, которая пока буксует (речь идёт в первую очередь о пересмотре квот МВФ), тогда как мировая валютная система в целом продолжает существовать по большей части в том виде, в каком она функционирует почти четыре десятилетия. Однако это не означает, что в ней отсутствуют проблемы.

Основные проблемы мировой валютной системы обусловлены нестабильностью мировой финансовой системы и связаны с избыточной волатильностью международных потоков капитала, которая вызывает потрясения в национальных валютных системах и резкие колебания курсов национальных валют. Ряд исследователей обращают также внимание на проблему выполнения долларом США функции глобального измерителя стоимости. Однако, тезис довольно спорен, поскольку курс доллара колеблется не так существенно, как могло бы показаться.

Одной из ключевых проблем выступает возможность учёта интересов более широкого круга стран и прежде всего государств с формирующимися рынками. За период с 2007 по 2014 гг. доля стран БРИКС в мировом ВВП, измеренная по текущим валютным курсам, увеличилась с 13,7 до 22%. Она обошла долю стран зоны евро (17,3% в 2014 г.) и вплотную приблизилась к доле США (22,5%). Подавляющая часть этого прироста обеспечена ростом экономики Китая (доля Китая в мировом ВВП за тот же период возросла с 6,3 до 13,4%)².

Несмотря на это, роль валют стран БРИКС в мировой валютной системе существенно отстаёт не только от валют развитых стран первого и второго эшелонов (доллара США, евро, фунта стерлингов и японской иены, см. график 2), но и от швейцарского франка, канадского и австралийского доллара и валют ря-

² Рассчитано на основе данных World Economic Outlook Database (as of October 2015). URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx>.

да других стран с формирующимися рынками (см. график 4).

График 4



Источник: Triennial Central Bank Survey. Report on global foreign exchange market activity in 2013. Bank for International Settlements, 2013.

Подобная ситуация складывается в результате того, что роль стран БРИКС в мировой финансовой системе значительно уступает их роли в мировой экономике в целом. Большая часть обращающихся на внешних рынках их финансовых инструментов номинирована не в национальных, а в ключевых валютах. Кроме того, национальные экономики и валюты этих стран подвержены воздействию внешних шоков, которые отражаются в колебаниях валютных курсов (см. график 5), несмотря на политику ряда стран, направленную на их регулирование. Во всех странах БРИКС (за исключением Индии) колебания реальных эффективных курсов их валют заметно превосходили в данный период колебания курса доллара США (см. график 1).

График 5



Источник: данные Банка международных расчётов. URL: <http://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=6187>.

Что касается предложений по реформированию мировой валютной системы, то различные проекты перехода на новую мировую валюту практически нереалистичны ни в краткосрочной, ни в среднесрочной, ни в относительно долгосрочной перспективе. Проекты сводятся к созданию некой формы товарных денег (на основе золота или многотоварного стандарта), либо к использованию мировых денег на основе специальных прав заимствования, или принципиально новой мировой валюты с глобальным центральным банком.

Переход на товарный стандарт маловероятен, поскольку при нём фактически все страны, в том числе и на мировом уровне, теряют такой инструмент регулирования национальной экономики, как денежно-кредитная политика. Специальные права заимствования в их нынешнем виде совершенно не приспособлены к функционированию в качестве мировых денег. Принимая во внимание, что их основным эмитентом является МВФ, кардинальной смены природы этого инструмента ожидать не приходится. Третий проект, пожалуй, теоретически был бы наиболее удачным, позволяя сохранить денежно-кредитную политику как инструмент регулирования на глобальном уровне, но он требует принципиально иной политической конфигурации в мире и признания гораздо более высокого уровня глобализации мировой экономики.

Какие же варианты реформирования мировой валютной системы представляются возможными?

Во-первых, это создание новых финансовых инструментов, выступающих в роли «тихой гавани» для инвесторов, но не привязанные к конкретным валютам. Предложения по их введению высказывали отдельные экономисты, например, это могут быть инструменты, доходность по которым привязана к динамике глобального ВВП или каких-то иных показателей развития мировой экономики³.

Во-вторых, необходимо расширить представительство стран с формирующимися рынками в международных финансовых институтах и повысить их роль в мировой финансовой системе.

³ См., например, Айхенгрин Б. Мировая валюта: чем заменить доллар. Ведомости, 2011, 16 августа.

Важно пересмотреть квоты МВФ, причём не только завершить уже одобренный 14-й пересмотр квот, который, как известно, США фактически блокировали, но и начать следующий. Недовольство стран с формирующимися рынками сложившейся ситуацией уже проявляется в виде их попыток создать собственные финансовые институты, в которых они имели бы решающее право голоса. Речь идёт, прежде всего, о созданном в рамках БРИКС новом банке развития.

Вместе с тем, необходимо расширить использование финансовых инструментов, номинированных в национальных валютах развивающихся стран, которые обращались бы на мировых финансовых рынках. Статистика роли отдельных валют на мировом валютном рынке (см. график 4) демонстрирует, что значимые позиции (помимо валют-лидеров) на мировом рынке занимают валюты стран, которые обладают значительными объёмами обращающихся на внешних рынках финансовых инструментов, номинированных в валютах этих стран. Так, на конец марта 2015 г. объём международных долговых ценных бумаг и нот в обращении, номинированных в канадских долларах, составлял 179,8 млрд долл., в австралийских долларах – 256,1 млрд долл., в швейцарских франках – 291,4 млрд долл. Среди валют стран формирующихся рынков по соответствующему показателю сколь-либо значимые позиции занимают лишь гонконгский доллар (53,6 млрд долл.), южноафриканский ранд (28,8 млрд долл.) и российский рубль (19,6 млрд долл.)⁴.

В то же время расширение внешнего обращения валют стран с формирующимися рынками делает их более уязвимыми для внешних шоков. Возможными становятся такие ситуации, когда временное увеличение их доли на мировом валютном рынке может оборачиваться в результате роста спекулятивных потоков капитала возникновением кризисов и последующим внезапным оттоком капитала. В результате это фактически приведёт к тому, что доля данных валют будет также быстро снижаться.

Отсюда, ключевой элемент реформирования мировой валютной системы – формирование защитных механизмов от неблагоприятных последствий движения спекулятивного капитала. Та-

⁴ BIS Quarterly Review, 2015, June. P. A124.

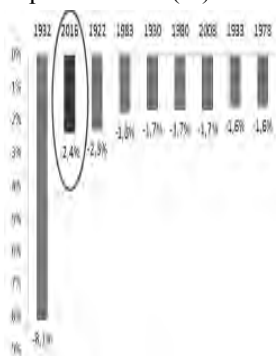
кие механизмы отчасти уже создаются. Можно привести пример системы многосторонних валютных свопов, действующих в Восточной Азии в рамках инициативы Чианг Май, и соглашения о создании пула валютных резервов в рамках БРИКС. К защитным механизмам относятся и предложения в области налогообложения спекулятивных потоков капитала. На национальном уровне усиливается роль мер макропруденциальной политики. Однако необходима глобальная координация, чтобы сделать эти механизмы более устойчивыми. В этом направлении сейчас очень важно двигаться, особенно в условиях возникновения очередных очагов турбулентности на мировых финансовых рынках.

*М.В. Ершов**

О РИСКАХ МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ

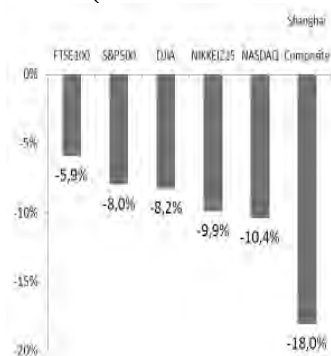
В начале 2016 г. американские фондовые индексы показали самое глубокое снижение за более чем 80 лет. Начался год также значительным падением и на других мировых фондовых рынках (рис. 1-2).

Рис. 1. Масштабный провал индекса S&P в первый день торгов 2016 г. (%)



Источник: Bloomberg

Рис. 2. Падение индексов на мировых биржах за первые 15 дней января 2016 г. (31.12.2015–15.01.2016, %)

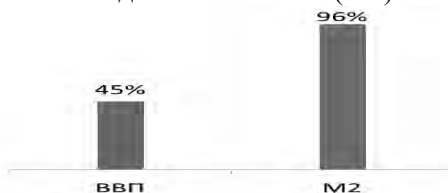


Источник: Bloomberg

* Ершов Михаил Владимирович, д.э.н., главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при Правительстве РФ.

Известный финансист Дж. Роджерс в 2015 г. заявил, что в течение ближайших одного-двух лет мы увидим огромные проблемы на мировом финансовом рынке. Вброс ликвидности центральными банками ведущих стран в ходе борьбы с последним финансовым кризисом привёл к избытку средств в мире, которые ищут сфер для вложений. Действительно, за 10 лет глобальный рост мировой денежной массы (M2) был в два раза выше роста мирового ВВП (рис. 3). Избыток создаёт некий риск «пузыря», который может рано или поздно, когда – вопрос отдельный, лопнуть.

Рисунок 3
Рост мирового ВВП и денежной массы (M2) в 2006–2014⁵ (%)



Источник: МВФ.

В условиях дешевизны процентных ставок это приводит к объёмным вложениям финансовых ресурсов в различные активы (в первую очередь акции), что вызывает неоправданный рост их цен и ведёт к перегреву рынков, повышая вероятность очередного финансового кризиса.

Низкая доходность вновь повышает интерес инвесторов к более высокодоходным инструментам, чья роль снова начинает расти, увеличивая риски в финансовой системе (рис. 4). Об этом предупреждал бывший глава Банка Японии М. Широкава. Он утверждал, что большинство участников рынка вряд ли смогут противодействовать давлению со стороны акционеров, заинтересованных в повышении доходности операций.

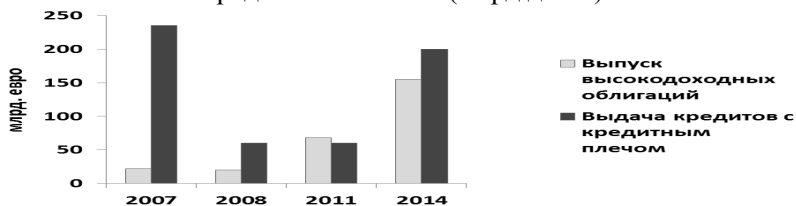
О неблагоприятных трендах предупреждал также Банк международных расчётов, указывая на долговые нагрузки и финансовые риски, которые остаются высокими⁶.

⁵ США, евро зона, Швейцария, Великобритания, Япония, Канада, Китай, Индия, Бразилия, Россия, ЮАР, Аргентина, Сингапур, Индонезия, С. Аравия, Дания, Чехия, Венгрия, Турция.

⁶ BIS, June 2015.

Рисунок 4

Выпуск высокодоходных облигаций и выдача кредитов
с кредитным плечом (млрд долл.)



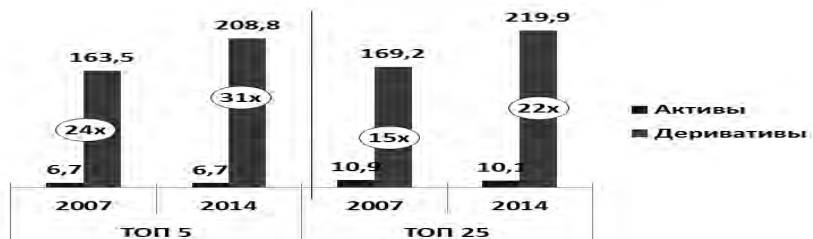
Источник: ЕЦБ.

Рост «пузырей» проявляется и в другом показателе, который имеет большой потенциал по дестабилизации финансовой системы – крайне высоком уровне производных финансовых инструментов «деривативов».

Так, в крупнейших американских банках (top-5) деривативы в 30 раз превышают активы (рис. 5), что почти на 30% больше предкризисного максимума 2007 г. Для 25-ти крупнейших банков это соотношение также весьма высоко (22 раза) и также превышает предкризисный уровень на 45%. У отдельных банковских холдингов разрыв часто превышает 50 раз, что заставляет со всей тщательностью подходить к оценке устойчивости их балансов и уровня рисков финансовой системы в целом. Действительно, рост объёмов деривативов у банков может быть следствием «оптимизации» балансов, попыток минимизировать риски и т.д. Однако следует помнить, что подобные аргументы, призванные обосновать быстрый рост деривативов, приводили и до кризиса, но в итоге именно деривативы усилили развитие кризисных процессов.

Рисунок 5

Активы и деривативы банков США (трлн долл.).



Источники: US Office of the Comptroller of the Currency.

Подчеркнём, что американский фондовый рынок по ряду показателей в настоящее время находится на уровне, превышающем свои предкризисные перегревы – «пузыря» технологических акций «dotcom» 2000–2001 гг. и ипотечного «пузыря» 2005–2007 гг. (рис. 4). Напомним, что после обоих пиков произошло масштабное падение котировок.

Рисунок 6

Американский фондовый рынок перегрет
(отношение цены акции к доходу, P/E)

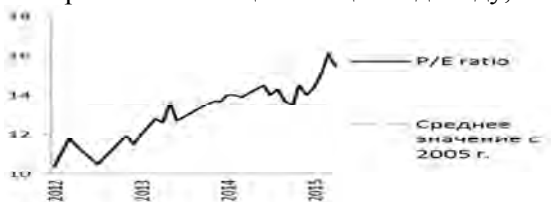


Источники: BIS, Moneynews.com, Bloomberg.

Отметим также, что показатель P/E превышает свои предкризисные пики и для мира в целом (рис. 5), что, естественно, говорит о растущих рисках обвала.

Рисунок 7

Мир: отношение цены акции к доходу, P/E



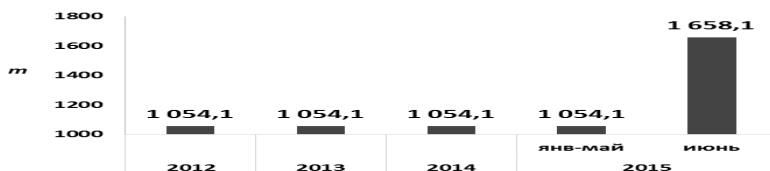
Источники: BIS, moneynews.com, Bloomberg.

Наблюдается увеличение спроса на золото со стороны регуляторов в ряде стран, в частности, в России и Китае, которые за последний год масштабно увеличили свои золотые запасы (рис. 8). Обе страны также играют значимую роль в плане накопленных запасов золотых резервов. Китай, наверное, почувствовав некие скрытые угрозы, нарастил запасы буквально за один месяц, а Германия перевезла 674 тонны своего золота из США и из Франции, где оно находилось на хранении.

Аналогично и Россия наращивает свой золотой запас. Более

Рисунок 8

Официальные запасы золота Китая (тонны)



Источник: tradingeconomics.com

того, объём золотовалютных резервов РФ ныне превышает величину всей рублёвой эмиссии (денежной базы) более чем в 2 раза. По этому критерию рубль находится в категории обеспеченных валют, о чём необходимо напоминать рынку (рис. 9). Западные эксперты также указывают на данное обстоятельство, говоря, что «Россия – страна с валютой обеспеченной золотом», и лишь вопрос времени, когда она своё преимущество реализует⁷.

Рисунок 9

Денежная база и международные резервы



Источники: статистика центральных банков соответствующих стран.

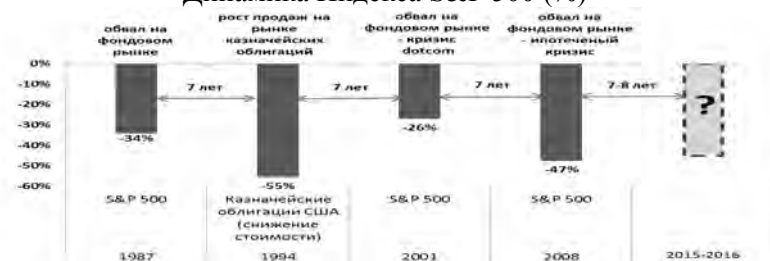
Отметим, что финансовые кризисы имеют свою особую периодичность – 6-8 лет, которая не совпадает с очередностью известных циклов («кондратьевский» и др.) (рис. 10). Данная периодичность указывает, что фондовые индексы в настоящее время вступают в очередную область возможных провалов.

Согласно указанным циклам, мир вступает в полосу очередных финансовых осложнений. По мнению известного финансиста Джефа Бервика: «Мы приближаемся к следующему кризисному коллапсу»⁸. По оценкам другого известного финансиста Р. Пола, США находятся на пороге «катастрофического экономи-

⁷ URL: www.washingtontimes.com, 30.04.2015.

⁸ Jeff Berwick on Infowars: A Global Economic Collapse is Approaching. URL: <http://www.peakprosperity.com>.

Динамика Индекса S&P 500 (%)



Источники: М.Ершов, Bloomberg.

ческого кризиса гораздо более мощного, чем кризис 2008 г.»⁹. Многие международные эксперты считают, что падение рынков может даже превысить 50% и это – лишь дело времени, поскольку фундаментальные перекосы не устраняются, а лишь обостряются.

Угроза провалов на рынках в случае их материализации в состоянии привести к масштабным экономическим и геополитическим изменениям в мире, а потому требует специальных мер, которые были бы адекватны остроте возникших вызовов. В этой связи России следует быть готовой создавать механизмы, смягчающие внешние шоки (ограничивая движение «горячих денег», дестабилизацию валютного рынка и др.), а также применить иные меры, которые обеспечат ей запас геэкономической и геополитической прочности, необходимой, чтобы повысить свою системообразующую роль в новых условиях.

*Е.А. Звонова**

ГЛОБАЛЬНЫЙ ДИСБАЛАНС СБЕРЕЖЕНИЙ И ПОТРЕБЛЕНИЯ: ВЛИЯНИЕ НА МИРОВУЮ ВАЛЮТНУЮ СИСТЕМУ

Одна из основных причин разбалансированности современной мировой валютно-финансовой системы (МВФС) – возрас-

⁹ Рон Пол: США на пороге катастрофического финансового кризиса. РИА Новости. 16.04.2015. URL: <https://ria.ru/world/20150416/1058859245.html>.

* Звонова Елена Анатольевна, д.э.н., профессор, заведующая кафедрой «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ.

тающий в глобальном масштабе дисбаланс между сбережениями и потреблением. Он обусловлен ситуацией, в которой в одной группе стран мира сальдо счёта текущих операций платёжного баланса продолжительное время характеризуется значительным дефицитом, а в другой, напротив – устойчивым профицитом. В группу стран с устойчивым дефицитом, помимо США, входят Великобритания, Франция, а также Индия, Бразилия, Мексика и Южная Африка. Ко второй группе относятся Германия, Китай, Россия, Нидерланды, Корея, а также страны-экспортеры нефти, такие как Саудовская Аравия, ОАЭ и Иран.

Связь между сальдо счёта текущих операций платёжного баланса и уровнем национальных сбережений и инвестиций очевидна. Если бы национальная экономика была замкнутой, то национальные инвестиции всегда были бы равны национальным сбережениям (NS): $I=NS$. Однако в глобальной экономике, где все национальные рынки взаимосвязаны и взаимозависимы, баланс нарушается вследствие трансграничных перемещений капитала в форме иностранных инвестиций (прямых, портфельных, кредитов и пр.). На этом фоне приведённое макроэкономическое тождество приобретает вид: $NS-I=CAB$, где CAB – сальдо счёта текущих операций национального платёжного баланса. Следовательно, если национальные сбережения превышают внутренние инвестиции ($CAB > 0$), то часть капитала, которая не находит применения внутри страны, обеспечивает инвестиции остального мира. Если $CAB < 0$, то внутренние инвестиции превышают национальные сбережения, и экономика нуждается в дополнительном финансировании извне (иностранные инвестиции, использование международных резервов и пр.).

На основе этих различий за период 1995–2015 гг. в мировой экономике сформировалось два полюса: 1) полюс сбережений, то есть группа стран, у которых национальные сбережения превышают национальные инвестиции, а сальдо текущего счёта положительное; 2) полюс потребления – группа стран с обратной ситуацией. В результате формируются значительные, труднорегулируемые трансграничные потоки капитала. На глобальном финансовом рынке происходит масштабное и устойчивое перетекание резервных активов из стран с формирующимися рынка-

ми в финансовые активы развитых стран, в частности, в государственные облигации США.

Самый большой дефицит счёта текущих операций в 2014 г. образовался у США и Великобритании: 412,6 млрд долл. и 162,2 млрд долл. соответственно. Крупнейшей страной-экспортёром с наибольшим положительным сальдо счёта текущих операций выступает Германия. В 2014 г. оно составило 287,5 млрд долл., что превысило соответствующий показатель Китая (209,8 млрд долл.). Сальдо текущих операций России как глобального нетто-экспортёра критически зависит от цен на нефть. Когда они растут, торговое сальдо России увеличивается, что и происходило до 2008 гг. Последующее снижение цен на нефть привело к резкому сокращению российского торгового профицита.

В период 2008–2014 гг. среднегодовое положительное сальдо счёта текущих операций в мире составляло 287 млрд долл., что стало основным количественным выражением мировых торговых дисбалансов¹⁰. По прогнозу МВФ, тенденция такого значительного превышения показателей экспорта над импортом в мировом масштабе может сохраниться как минимум до 2020 г.¹¹

Длительный торговый дисбаланс в странах с профицитом торговли ведёт к накоплению ими значительных финансовых активов, в то время как дефицит торговли служит причиной образования колоссальных финансовых обязательств. Так, государственный долг США в июле 2015 г. превысил 18,3 трлн долл. Внешние государственные обязательства США на треть финансируются за счёт накопленных валютных резервов других стран-членов МВФ, в первую очередь Китая.

Большая часть ресурсов полюса сбережений сосредоточена в международных резервах стран с формирующимися рынками – 5,7 трлн долл. Одним из факторов, поддерживающих глобальные дисбалансы, считается режим фиксированного валютного курса в Китае и других странах с профицитом торгового баланса¹². Основная доля резервных активов формирующихся рынков

¹⁰ World Economic Outlook, April 2015. IMF. P. 185.

¹¹ Впервые проблема глобального дисбаланса сбережений и потребления, а также меры по его преодолению обсуждались на саммите «Группы двадцати» в 2008 г. Питтсбурге.

¹² Итоговая декларация Группы двадцати, 2012 г. Лос-Кабос, Мексика.

– 71,3% (4,1 трлн долл.) – аккумулируется в азиатском регионе. Самым крупным держателем международных резервов в группе является Китай – 56,6% (3,9 трлн долл. в июле 2015 г.). Относительно невелики международные резервы у стран Центральной и Восточной Европы, без учёта России – 6,6% (0,4 трлн долл.)¹³.

Формирование глобального дисбаланса сбережений и потребления (инвестирования) создаёт основной системный риск для МВФС. Суть риска состоит в том, что в любой момент инвесторы могут прекратить финансировать дефицит США и других развитых стран, и трансграничные потоки капитала изменят направление своего движения, что «запустит» процесс беспорядочных корректировок платежных дисбалансов. Соответственно, главное назначение современной МВФС – создать эффективный механизм регулирования торговых дисбалансов. В современных условиях основным инструментом повышения привлекательности национальной продукции на мировом рынке стала конкурентная девальвация валют¹⁴ (коррекция номинального валютного курса) за счёт практически бесконтрольного расширения денежного предложения. Как следствие стремительно растут рынки производных финансовых инструментов (ПФИ) и валютные спекуляции, которые охватывают около 98% оборота международного валютного рынка, что приводит к дестабилизации МВФС.

Поскольку формирование полюса сбережения и полюса потребления стало основным дисбалансом, постепенно нараставшим в последние 20 лет, то представляется важным выяснить, как он формировался. Наиболее адекватный показатель уровня и степени разбалансированности – величина сальдо счета текущих операций платёжного баланса разных стран мира (табл. 1).

Если проанализировать динамику сальдо счёта текущих операций по странам и группам стран, то можно увидеть, что заметный рост дисбалансов в потреблении и сбережении стран

¹³ Рассчитано по: «International Financial Statistics Yearbook, 2014». URL: <http://www.imf.org>.

¹⁴ Такая конкурентная девальвация была проведена с китайским юанем в августе 2015 г., что ещё больше углубило современный глобальный дисбаланс сбережений и потребления.

мира начался в 1996 г. Условно принято выделять четыре временных интервала нарастания этого процесса: 1996–2000 гг., 2001–2004 гг., 2005–2008 гг., 2009–2014 гг. Средние показатели по каждому из выделенных периодов представлены в табл. 1.

Таблица 1

Динамика среднего сальдо по счёту текущих операций
платёжного баланса в регионах и странах мира,
% к мировому ВВП¹⁵

Страны	1996–2000	2001–2004	2005–2008	2009–2014
США	-0,77	-1,37	-1,41	-1,28
Китай	0,07	0,11	0,52	0,57
Япония	0,33	0,35	0,34	0,27
Страны Европы с отрицательным сальдо	-0,14	-0,34	-0,73	-0,56
Страны Европы с положительным сальдо	0,18	0,43	0,69	0,65
Страны Азии с быстро растущей экономикой	0,13	0,25	0,27	0,32
Страны-экспортеры нефти (включая Россию)	0,18	0,36	0,94	0,69
Прочие	-0,26	-0,06	-0,27	-0,56

Период 1996–2000 гг. был периодом быстрого экономического роста за исключением кризиса в России и Азии, а также нестабильности на мировом финансовом рынке, последовавшей за крахом хедж-фонда LTCM. На этом этапе начинался масштабный рост трансграничных потоков капитала, вызванный ожиданиями различной доходности в разных странах и регионах мира. Отмечался инвестиционный бум в США при снижении инвестиций в страны Азии и затянувшейся рецессии в Японии. Чистый приток капитала в США в основном был представлен прямыми и портфельными инвестициями, и высокий спрос на американские активы вызвал рост курса доллара на 18%. Сформировался полюс потребления – США, и началось формирование полюса сбережения (Азия после кризиса и Япония).

В 2001–2004 гг. полюсы сбережения и потребления несколько трансформировались. В США ключевую роль стали играть инвестиции в государственные ценные бумаги, а прямые иностранные и портфельные инвестиции утратили свою значимость;

¹⁵ Расчёты автора на основе данных МВФ. URL: <http://www.imf.org>.

с 2002 г. начал обесцениваться доллар США. Полюс сбережения в этот период существенно расширился за счёт стран-экспортёров нефти, цена на которую быстро росла. В этот же период формировался дисбаланс в Европе, поскольку снижались инвестиции в ключевых государствах ЕС, одновременно увеличиваясь на периферии Евросоюза.

В 2005–2008 гг. образовался максимальный разрыв между уровнями потребления и сбережения в глобальном масштабе, и по существу возникли объективные предпосылки глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. Глобальные дисбалансы в этот период в основном образовались за счёт перегрева на рынке активов, который сопровождался низким уровнем сбережений и неоправданным ростом портфельных инвестиций. В число государств с устойчивым дефицитом платёжного баланса вошли: США, Великобритания, Испания, Ирландия, страны Восточной и Центральной Европы. Полюс сбережений сформировали Китай (с 2004 по 2007 гг. профицит его платёжного баланса возрос в 5 раз за счёт накопления валютных резервов), Германия, страны Северной Европы, страны экспортеры нефти, включая Россию. В Японии и растущих экономиках Азии рост накопления замедлился, что было обусловлено ростом затрат на импорт нефти.

В 2005 г. Б. Бернанке (тогдашний глава ФРС) впервые сформулировал проблему глобального избытка сбережений, которая разделила мир на два полюса¹⁶. Одним из проявлений глобального избытка сбережений стали суверенные инвестиционные фонды стран с формирующимися рынками (включая РФ), которые направляли сбережения в портфельные инвестиции, государственные облигации и пакеты акций компаний в развитых странах. Вторым направлением стало формирование в этот период масштабных международных резервов стран полюса сбережения. Эти резервы, в основном номинированные в резервных валютах, прежде всего долларах США, инвестировались в американские ценные бумаги, считавшиеся наиболее надёжными. Если на локальном уровне такие инвестиции оправданы

¹⁶ Bernanke B. «The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit», Sandridge Lecture. Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 2005.

стремлением застраховать резервы от рисков национальных финансовых рынков, то на глобальном уровне окончательно оформился дисбаланс сбережений и потребления.

Таким образом, весь докризисный период характеризовался высоким уровнем дефицита платёжного баланса США при значительном спросе на американские государственные и корпоративные ценные бумаги. Полносбережения формировался под воздействием комплекса факторов: высокие цены на нефть, значительная норма сбережения в Китае, инвестиционный бум в некоторых периферийных странах Европы. Глобальный финансовый кризис привёл к временному сокращению разрыва в saldo текущих операций между странами. В период 2008–2012 гг. дефицит счёта текущих операций США в среднем составлял 0,7% мирового ВВП. Он снизился вдвое по сравнению с предыдущим периодом, что было вызвано снижением частных инвестиций при росте частных сбережений на национальном финансовом рынке США. На глобальном уровне кризис вызвал резкую остановку трансграничного движения капитала, снижение цен на нефть и сокращение объёмов мировой торговли. Однако при некотором смягчении масштабов глобальных дисбалансов их последствия по-прежнему оказывают деструктивное воздействие на национальные финансовые рынки стран, вынужденно сформировавших полюс накопления, в том числе на российский финансовый рынок.

Для решения проблемы глобального дисбаланса сбережений и потребления ряд ведущих западных экономистов предлагает триединый подход, который включает следующие меры: 1) достаточное увеличение расходов в странах, имеющих торговый профицит; 2) достаточное сокращение расходов в странах, имеющих торговый дефицит; 3) коррекция реальных обменных курсов и относительных цен ради перераспределения расходов¹⁷. Данный набор мер был фактически положен в основу «Плана действий по обеспечению экономического роста и созданию ра-

¹⁷ См.: Hankel W., Isaak R. Geldherrschaft: Ist unser Wohlstand noch zu retten? Weinheim: Wiley VCH, 2011. S. 203-204. А также: Темин П., Вайнс Д. Экономика без лидера. Почему рассыпалась мировая экономическая система и как её собрать. М., изд-во Института Гайдара, 2015. С. 397.

бочих мест», принятого в июне 2012 г. на саммите лидеров стран «Группы двадцати» в Лос-Кабосе.

*А.И. Бажан**

РОЛЬ АМЕРИКАНСКОГО ДОЛЛАРА В МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЕ

Мировая валютная система находится на пороге существенных, а возможно и радикальных преобразований. В то же время пока отсутствует чёткое и единое понимание, во что выльются эти трансформации. На этот счёт имеются разные мнения. Одно из них озвучил Д.А. Медведев, когда был президентом России, заявив, что мир должен перейти к системе единой мировой валюты. Кстати этот проект был поддержан и большинством членов ООН. Однако он так и не начал осуществляться из-за незаинтересованности ряда крупнейших государств и, прежде всего, США, а также стран-лидеров Европейского союза.

Для ответа на вопрос, в каком направлении будет идти преобразование МВС, следует исходить из понимания того, что она собой представляет сегодня. Характерная черта нынешней системы – господство доллара в качестве основного средства международных расчётов и платежей, что подтверждает международная статистика. Так, доля доллара в международных расчётах составляет около 80%, международных кредитах и депозитах – 56,9 и 58,9% соответственно, в официальных валютных резервах – 61,3%¹⁸.

Доминирование доллара позволяет США активно влиять на глобальные экономические процессы и обеспечивать себе существенные экономические и политические преимущества. Иными словами, США используют доллар как орудие глобального управления на пользу самой Америке. Каким же образом?

В принципе таким же образом, каким влияет в рамках на-

* Бажан Анатолий Иванович, д.э.н., заведующий Отделом экономических исследований Института Европы РАН. Статья подготовлена при поддержке РГНФ в рамках проекта № 15-07-00063.

¹⁸ European Central Bank. The international role of the euro, July, 2014. P. 64, 68, 75, 76.

циональных границ любое государство, выпускающее свою национальную валюту, т.е. сокращая и расширяя эмиссию денег. Отличие состоит лишь в том, что США тем самым воздействуют на мировую экономику в целом, тогда как остальные страны, международная роль валют которых не столь значительна, влияют в основном на своё национальное хозяйство. Подобное различие предоставляет США колоссальное преимущество и в то же время имеет определённые негативные последствия для остального мира.

Другими словами, МВС заключает в себе противоречие глобального масштаба: национальная валюта эмитируется в интересах одной страны, в то же время, будучи деньгами, используемыми во всём мире. Это противоречие имеет, по крайней мере, три формы проявления.

Во-первых, оно позволяет поддерживать в США высокий уровень потребления, превосходящий уровень внутреннего производства, за счёт неэквивалентного обмена с другими регионами земного шара и прежде всего развивающимися странами. Об этом свидетельствуют данные торгового баланса США. На протяжении свыше 30 лет он перманентно сводился с дефицитом, который однако колебался от нескольких десятков миллиардов долларов в начале 1980-х гг. и в первой половине 1990-х гг. до более 700 млрд долларов в 2005 и 2006 гг.¹⁹

США импортируют больше товаров и услуг, чем экспортируют, а потому и потребляют больше, чем производят. Механизм сверхпотребления связан с постоянным ростом бюджетного дефицита и в результате – быстрым увеличением государственного долга, который покрывается эмиссией доллара не только во внутренний, но и мировой оборот, что и обуславливает безвозмездный приток в страну товаров, производимых за рубежом.

Во-вторых, доминирование доллара ставит американскую банковскую систему в привилегированное положение, поскольку мировая валюта в соответствии с действующими банковски-

¹⁹ Источники: OESD. Stat. Country statistical profiles: United States. URL: <http://stats.oecd.org/>. А также: United States Balance of Trade, 1980–2010. US Census Bureau Foreign Trade Division. URL: <http://www.census.gov/foreign-trade/statistics/historical/gands>.

ми правилами концентрируется в американских банках, проходит по счетам американских банков и служит источником колоссальных банковских ресурсов, эмитируемых ФРС. Соответственно, идёт быстрый рост и экспансия американских банков, повышение конкурентоспособности американской банковской системы в целом.

В-третьих, использование доллара как мировой валюты обеспечивает интересы США также путём регулирования его циркуляции в банковской и финансовой системе с помощью изменения процентной ставки ФРС. Регулирование со стороны ФРС, как правило, не соответствует интересам других стран мира, что, впрочем, не служит существенным ограничителем для США. Снижение процентной ставки и связанная с этим кредитная экспансия доллара в мировой банковской сфере и на финансовых рынках способно провоцировать раздувание финансовых «пузырей», приток в ту или иную страну «горячих» денег, повышение курсов национальных валют, то есть всего того, что подрывает национальную денежно-кредитную и валютную политику многих стран.

Доминирование доллара стало своеобразным ярмом, которое вынуждены носить страны мира, уплачивая дань США за использование доллара как мировой валюты, что служит предпосылкой трансформации мировой валютной системы.

В каком направлении она будет развиваться? Представляется, что не в направлении внедрения вместо доллара единой мировой валюты. Не следует также ожидать, что доминирование доллара будет ликвидировано само собой в результате нарастания государственного долга США, которое якобы приведёт к краху их финансовую систему и американскую валюту, как считают некоторые авторы. Крушение доллара не произойдёт в обозримой перспективе, поскольку американский доллар опирается не только на американскую, но и на всю мировую экономику, и обеспечивается всеми производителями, поставляющими свою продукцию на мировой рынок. Для США рост государственного долга не служит негативным фактором, наоборот, позволяет реализовать преимущества валютного доминирования, обеспечивая сверхпотребление населения и экспансию амери-

канского капитала на мировых рынках.

Ограничить власть доллара и преобразовать таким образом МВС возможно лишь постепенно, расширяя сферу использования в международном обмене других национальных и региональных валют, на что потребуется, конечно, время. Существенную поддержку этому процессу оказала бы политика Китая по превращению юаня в резервную валюту: у «Поднебесной» особые перспективы, поскольку страна уже сейчас занимает первое место в мире по экспорту товаров и, по некоторым данным, уже сравнялась с США по объёму ВВП.

Включение юаня в разряд мировых валют не связано с какими-либо техническими сложностями. Для этого потребуется, кроме официального признания юаня в качестве резервной валюты, введение свободной обратимости юаня и оплаты китайского экспорта в национальной валюте, то есть установление таких условий, которые целиком зависят от воли китайского руководства. Применение указанных условий неизбежно приведёт к масштабному возрастанию спроса на китайскую валюту и её широкому использованию в международных расчётах – в масштабах, соизмеримых с китайским экспортом. Следовательно, её будут вынуждены накапливать коммерческие банки, обслуживающие китайский экспорт, чтобы проводить соответствующие расчётно-кредитные и валютные операции, а центральные банки – создавать государственные резервы в юанях для того, чтобы в случае необходимости регулировать курсы своих валют к китайским деньгам. В результате, неизбежно повысится статус китайской валюты до ранга мировых денег.

В целом трансформация мировой валютной системы уже идёт и будет происходить в направлении формирования мультивалютной системы при доминировании в недалёкой перспективе трёх валют: доллара США, китайского юаня и евро, при условии, конечно, что евро продолжит своё существование, а не дезинтегрируется под ударами финансового кризиса и набирающих силу центробежных тенденций в ЕС.

Вытеснение доллара постепенно идёт и на постсоветском пространстве. В частности, доля российских рублей в поступлениях в Россию за экспорт в страны ЕАЭС возросла с 2013 по

2014 гг. с 53,8 до 65,6%, а доля доллара снизилась с 36,4 до 25,9%. Та же тенденция отмечается и в расчётах по импорту, где доля рубля увеличилась с 60,7 до 70,3%, а значение доллара сократилось с 33,4 до 23,5%²⁰. И всё же приходится констатировать, что в евроазиатском регионе не созданы достаточно благоприятные условия для дальнейшего наступления на доллар, несмотря на то, что руководство России постоянно заявляет о необходимости перейти к расчётам на евразийском пространстве в национальных валютах.

К сожалению, данной стратегии противоречит российская денежно-кредитная политика, которая, с одной стороны, не способна обеспечить стабильность валютного курса рубля, а с другой, побороть высокую инфляцию: масштабы прироста цен в России с 1990-х гг. держатся на весьма высоком уровне. И то, и другое ослабляет интерес у участников расчётов в рамках Евразийского союза к использованию рубля. Экспортёры товаров, получая за свой товар российскую валюту, во многих случаях стремятся переводить рубли в доллары для того, чтобы сохранить реальную стоимость выручки. В свою очередь, если имеет место накопление долларов, то и покупки в значительной степени происходят в долларах. Таким образом, неустойчивость рубля служит важнейшей причиной того, что доллар всё ещё занимает важное место в обороте товаров и капиталов в Евразийском союзе и на постсоветском пространстве в целом.

*А.В. Навой**

МИРОВЫЕ ДЕНЬГИ В ГЛОБАЛЬНОМ ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИИ ДОХОДА

Современные взгляды на мировые деньги претерпели кардинальные изменения. Во-первых, единая мировая денежная еди-

²⁰ Банк России. Статистика внешнего сектора. Валютная структура расчётов за поставки товаров и оказание услуг по внешнеторговым договорам. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/default.aspx?Prtid=svs&ch>.

* Навой Антон Викентьевич, д.э.н., проф. кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ. Статья подготовлена при поддержке РГНФ в рамках проекта № 15-07-00063.

ница, базирующаяся на эмиссии коллективным органом, после фактического краха СДР воспринимается, скорее, как утопия. В отсутствие единой мировой власти не представляется возможным и легитимный международный орган, который бы мог не только эмитировать мировые деньги, но и обеспечивать обязательность их повсеместного приёма в качестве платежей. СДР так и не стали основой формирования международной денежной единицы, подвергшись мощнейшему прессингу со стороны эмитентов резервных валют, конкурирующих за получение глобального эмиссионного дохода.

Во-вторых, практически за рамками дискуссии осталась проблема создания мировой валюты, связанной с каким-либо обеспечением, отчасти из-за отсутствия должного количества последнего, отчасти из-за негибкости эмиссионного механизма подобного рода, отчасти из-за продолжающейся демонетизации золота.

Решение проблемы мировых денег пошло по трём направлениям.

1. Создание региональных счётных единиц и коллективных валют.
2. Создание глобальных частных денег (bitcoins, e-gold и др.).
3. Оформление пула резервных валют, выполняющих некоторые функции мировых денег.

Первое направление представлено поиском механизмов разрешения проблемы мировых денег на основе эмиссии счётных единиц и валют, выполняющих функции платёжного средства на территории региона. Наиболее успешным проектом в данном направлении следует признать евро, хотя достаточно плодотворными (пусть и в весьма ограниченном масштабе) выглядят проекты франка КФА Западноафриканского экономического и валютного союза, восточнокарибского доллара Экономического и валютного союза стран Карибского бассейна, динара Валютного союза стран Персидского залива. Множество планов создания региональных счётных единиц и коллективных валютных механизмов защиты, равно как и усиливающаяся регионализация, выражают тенденцию укрепления данного вектора решения проблемы мировых денег. Основным препятствием на

пути этого направления служит ограниченная сфера использования коллективных валют и жёсткая конкуренция с резервными валютами.

Второе направление основано на развитии частной эмиссии виртуальных, не имеющих материального воплощения денег, которые неподконтрольны национальным регуляторам и используются для приобретения товаров и услуг через Интернет. Выпуск криптовалют стал возможен в результате бурного развития информационных технологий и сети Интернет. Их обращение не предусматривает какие-либо гарантии и возможность отзыва сделок. Примером виртуальных частных денег служит оборот e-gold, представляющий частную эмиссию электронных платёжных средств, привязанных к стоимости золота, разменных на национальные валюты и обеспеченных пулом физического металла. Это направление, по сути, – вариант спонтанного поиска решения проблемы. В определённой степени оно разрешает некоторые вопросы, присущие международному денежному обороту, в частности, проблему доверия между плательщиком и получателем средств, и может рассматриваться как зародыш новой системы мировых частных денег.

Третье направление представлено обострённой конкуренцией между резервными валютами за выполнение некоторых функций мировых денег. Роль резервных валют в качестве международного платёжного средства возросла в начале XXI в. К основным факторам замещения других форм мировых денег пулом резервных валют можно отнести следующие:

- во-первых, развитие финансовой инженерии и международных финансовых центров, расположенных в развитых странах (Лондон, Нью-Йорк, Токио, Цюрих, Франкфурт). Концентрация движения глобального капитала в финансовых центрах развитых стран стимулирует выпуск инструментов, номинированных в резервных валютах, и расширяет спрос на расчёты в них;

- во-вторых, разбухание обращающегося на международном рынке фиктивного капитала, представленного в основном инструментами в резервных валютах. Сфера обращения производных финансовых инструментов расширяется за счёт ёмких фи-

нансовых площадок развитых стран и операций крупных транснациональных банков;

– в-третьих, многократная интенсификация эмиссионной активности крупнейших центральных банков. Пяти-шестикратное увеличение денежной массы в резервных валютах стимулировало развитие операций в них на финансовых рынках, значительное удешевление стоимости международного кредита и вытеснение альтернативных валют из международных расчётов;

– в-четвёртых, преобразование каналов эмиссии резервных валют в каналы международного денежного обращения. Основной формой такой трансформации выступали операции транснациональных банков (ТНБ) на рынках развивающихся стран за счёт постоянного доступа к льготному и бессрочному кредитованию центральных банков-эмитентов резервных валют.

Основной проблемой, связанной с выполнением функций мировых денег резервными валютами, выступает нарушение закона денежного обращения, проявляющееся в избыточной эмиссии. Это нарушение проявляется в следующих формах.

В первую очередь, утрачивается связь между механизмом наполнения каналов денежного обращения и воспроизводственными процессами. Современная эмиссия резервных валют и наполнение ими каналов международного денежного обращения не обусловлена потребностями оборота интернациональной стоимости она опережает темпы роста мирового ВВП, рост объёмов международной торговли и инвестиций. В основе спроса на резервные валюты лежит оборот фиктивных инструментов.

Утрата связи поступления резервных валют в каналы международного денежного обращения с воспроизводственными процессами усиливается, поскольку отсутствует контроль за объёмом эмиссии. На сегодняшний день не создан наднациональный регулятивный орган, способный упорядочить эмиссионную деятельность центральных банков развитых стран. Иными словами, ответственность за возможные инфляционные последствия избыточной эмиссии резервных валют на глобальном рынке полностью деперсонифицирована и размыта, что даёт возможность развитым странам безнаказанно наполнять каналы международного денежного обращения собственными

платёжными средствами.

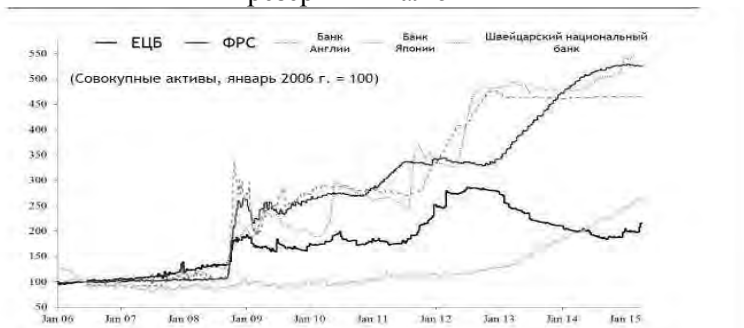
Искажённый эмиссионный механизм поступления резервных валют в международный оборот создаёт экономические стимулы для «иждивенческого поведения» хозяйств развитых стран. Возможность покрыть внутренние дефициты за счёт бессрочного и беспроцентного кредита со стороны развивающихся рынков создаёт условия для формирования и перманентного углубления внутренних дисбалансов у самих эмитентов резервных валют. Устойчивое отрицательное сальдо текущего счёта экономики США, Великобритании, большей части стран Европы хронически покрывается за счёт эмиссионных механизмов.

Спорадический характер выпуска денежных средств и их размывание на глобальном рынке справедливо ставит вопрос о присвоении эмиссионного дохода (сеньоража). Сам по себе «национальный» режим выпуска резервных валют, то есть их создания национальным центральным банком, чтобы удовлетворить потребности внутреннего рынка, предполагает и «национальный» характер присвоения и распределения эмиссионного дохода. Вместе с тем, использование национальных валют развитых стран в качестве мировых денег и их повсеместный обмен на интернациональную стоимость предполагает и соответствующее увеличение извлекаемого эмиссионного дохода. В случае резервных валют его источником становятся все участники глобального рынка. Причём эмитенты могут регулировать поступление в оборот собственных денежных единиц, опираясь на повсеместный спрос на них как на орудие международных платежей, расчётов и сохранения богатства.

Искажение эмиссионной функции центральными банками развитых стран наглядно проявляется в «разбухании» их балансов (см. рис. 1).

Главные последствия, порождаемые избыточной эмиссией резервных валют, сводятся к нарушению пропорций глобального денежного хозяйства. Искажённые эмиссионные сигналы, имея фундаментальные причины, приводят к постоянному воспроизводству и разрастанию неравновесных состояний на глобальном финансовом рынке. Их проявление находим прежде всего в глобальной инфляции – хроническом обесценении меж-

Динамика балансов центральных банков-эмитентов резервных валют



дународных платёжных средств по отношению к базовым сырьевым товарам, а также в создании многочисленных «пузырей активов» – неоправданного повышения курсовой стоимости многочисленных производных финансовых инструментов.

Наиболее рельефно последствия избыточной эмиссии резервных валют обнаруживаются в так называемом «кредитном изживенчестве». Суть данного феномена состоит в том, что движение ссудного капитала в производственную сферу прерывается из-за резкого увеличения производных финансовых инструментов. В классическую цепочку, образующую движение денежного капитала (Д-Т-П-Т'-Д'), включаются многочисленные финансовые посредники – владельцы финансовых инструментов, что замедляет его движение в направлении к заёмщику в реальном секторе экономики, поскольку возникают дополнительные этапы этого движения Д-Д...Д-Т-П-Т'-Д'-Д'²¹. Дегра-ция формы движения ссудного капитала стала прямым следствием наводнения каналов международного денежного обращения избыточным количеством необеспеченных платёжных средств, ищущих доходного помещения и способствующих созданию все новых фиктивных финансовых инструментов.

Ещё одним важнейшим следствием избыточной эмиссии резервных валют становится увеличение предложения денежного

²¹ Подробнее об этом см.: Навой А.В. Центральный банк в глобальном хозяйстве. М., РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2010.

капитала, который в условиях ограниченного спроса стремительно обесценивается по отношению к производственному капиталу. В результате многолетней необоснованной денежной эмиссии резервных валют стоимость денежного капитала не только упала практически до нуля, но и в ряде случаев стала отрицательной. Так, ставки по депозитам в ЕЦБ имеют отрицательную доходность, которая сформировалась и по первоклассным европейским ценным бумагам. Разрыв между доходностью производственного и денежного капитала объясняется хроническим пополнением эмитентами резервных валют денежной ликвидности, которая не увязана с применением в реальном секторе экономики, а также с появлением многочисленных финансовых рантье, не способных принимать риски, связанные с инвестированием в производительный капитал.

Злоупотребление развитыми странами правом эмиссии валют приводит к усугублению глобальных дисбалансов, прежде всего между сбережением и потреблением. Злоупотребление объясняется возможностью обменять эмитируемые развитыми странами платёжные средства на интернациональную стоимость. Таким образом, избыточное потребление в развитых странах хронически фондируется за счёт денежной эмиссии, которая обменивается на реальные товарные ценности и формирует сбережения в развивающихся странах.

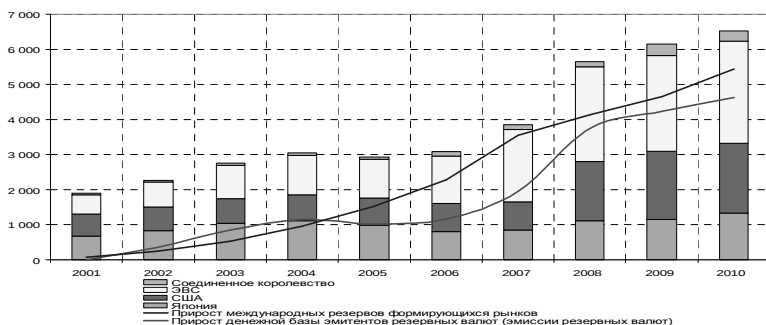
Систематическое искажение закона денежного обращения на глобальном рынке и усиление позиций резервных валют в качестве заменителей мировых денег усугубляют глобальное перераспределение в пользу экономически развитых держав дохода, созданного развивающимися странами. Существует несколько каналов такого перераспределения.

Первый канал – обмен эмитированных резервных валют на чистый экспорт развивающихся стран. Как видно из нижеследующего графика, усиление эмиссионной активности развитых стран на протяжении 2001–2012 гг. и рост объёма денежной базы эмитентов резервных валют на 4,6 трлн в долларовом эквиваленте, были близки по темпам к наращиванию международных резервов развивающихся стран (возросли за тот же период

на 4,7 трлн долл.²²). Этот факт косвенно свидетельствует, что произведённая развитыми странами эмиссия, в том числе, в рамках антикризисных пакетов поддержки банковского и корпоративного секторов, была в большей части абсорбирована в резервах развивающихся стран (см. рис. 2).

Рисунок 2

Динамика эмиссии резервных валют и прирост международных резервов развивающихся стран в 2001–2010 гг., млрд долларов США.



Столкнувшись с беспрецедентным по масштабам притоком «горячих капиталов» на протяжении 2001–2012 гг., центральные банки развивающихся стран вынуждены были частично абсорбировать их в резервах, осуществляя операции на внутреннем валютном рынке. Приобретая «горячие капиталы» в собственные резервы, формирующиеся рынки превратились в доноров развитых стран, поскольку обменивали эквивалент чистого экспорта (интернациональную стоимость) на бессрочные и почти беспроцентные обязательства стран-эмитентов резервных валют.

Аналогичный механизм перераспределения чистых сбережений развивающихся стран действует и в случае накопления частным сектором иностранных активов, номинированных в резервных валютах. Предприятия и банки развивающихся рынков, стремясь достигнуть оптимальной структуры портфеля активов, размещают значительную часть свободных средств в финансовых инструментах развитых стран, приобретая их за счёт

²² Расчёты автора сделаны на основе данных Financial Statistics Yearbook, 2011. IMF, 2012.

средств, полученных от экспортных операций, иными словами, обменивают натурально-вещественный эквивалент стоимости на эмитированные развитыми странами необеспеченные деньги.

Ещё одним каналом перераспределения чистых национальных сбережений развивающихся стран выступает получение «глобальной финансовой ренты» – арбитражного дохода. Его извлекают, размещая «горячий денежный капитал» развитых стран в финансовые инструменты формирующихся рынков. Данный вывод подтверждает высокая корреляция между объёмом кредитов рефинансирования, поступающих в пользу ТНБ – эмитентов резервных валют, и суммой доходов, полученных ими от операций на внешних рынках в форме дивидендов, процентных выплат по кредитам и облигациям (см. рис. 3). Этот же вывод делают эксперты агентства Блумберг, по заключению которых только в период с августа 2007 г. по апрель 2010 г. американские банки за счёт ресурсов по льготным ставкам, полученных от ФРС США, в арбитражных операциях получили доход более 13 млрд долл.²³

Рисунок 3

Динамика глобальной финансовой ренты, извлечённой развитыми странами, и объёма эмиссии резервных валют



Помимо этого, эмиссия резервных валют позволяет перераспределять чистые сбережения развивающихся стран через приобретение контроля над системообразующими банками и предприятиями; манипулирование ценами на товарных и финансовых рынках; влияние на динамику валютных курсов развиваю-

²³ Secret Fed Loans Gave Banks \$13 Billion Undisclosed to Congress. Bloomberg, Nov 28, 2011.

щихся стран и т.п.

К общим выводам анализа мировых денег в условиях глобальной кредитно-денежной экспансии эмитентов резервных валют можно отнести следующие.

Во-первых, в научной и специальной литературе практически свёрнута теоретическая дискуссия о мировых деньгах. В течение последних 15-20 лет не предпринималось серьёзных фундаментальных изысканий в направлении создания альтернативных резервным валютам форм международных денежных единиц.

Во-вторых, в условиях теоретического вакуума и дефицита фундаментальных исследований ниша доктринального разрешения проблемы мировых денег активно заполняют практические соображения и псевдодоказательства удобства использования в этой роли резервных валют. Более того, из-за наводнения международного оборота колоссальным количеством резервных валют на периферию международных расчётов оказались вытеснены иные, зародышевые формы мировых денег – платёжные единицы региональных объединений и международные частные деньги.

В-третьих, сворачивание теоретической дискуссии о проблеме мировых денег повлекло провал попыток создать систему международного контроля за пополнением каналов международного денежного обращения резервными валютами. Голоса в пользу введения института глобальной ответственности эмитентов резервных валют оказались погребены под риторикой о национальном характере целей и методов денежно-кредитной политики развитых стран и об отсутствии реальных альтернатив резервным валютам на международном рынке.

В результате ухода мирового научного сообщества от решения проблемы мировых денег масштаб нарушения закона денежного обращения разросся до глобального уровня и, как следствие, возник ряд новых узловых проблем современной теории международных валютно-кредитных и финансовых отношений, в частности, проблема постоянного воспроизводства и углубления глобальных дисбалансов.

Фактическое игнорирование дисбалансов мирового денеж-

ного обращения открыло простор для легализации, в том числе и в теоретическом смысле, перераспределения значительной части чистых сбережений развивающихся стран в пользу развитых стран, создало предпосылки для формирования глубоких линий разломов в современных международных валютно-кредитных и финансовых отношениях.

*Д.В. Смыслов**

ОСНОВНЫЕ ОСОБЕННОСТИ СОВРЕМЕННОЙ МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ

Согласно данным МВФ²⁴, по состоянию на конец апреля 2015 г., 65% стран мира применяют в том или ином варианте валютные режимы, основанные на привязке денежных единиц к «якорным валютам» других стран или составным валютным корзинам, то есть практически фиксируют валютные курсы. Количество стран, использующих те или иные версии «мягкой привязки» своих денежных единиц, с 1999 по 2015 гг. возросло с 34 до 52% за счёт государств со свободно плавающими валютными курсами. Данное обстоятельство говорит о значительной степени государственного вмешательства в функционирование валютных рынков.

Неолиберализм: формирующиеся рыночные экономики

Многие видные экономисты указывают, что между кейнсианством и монетаризмом фактически размываются границы. Соответственно, оценивая теоретический фундамент современной международной валютно-финансовой системы (МВФС) и

* Смыслов Дмитрий Васильевич, д.э.н, проф., г.н.с. ИМЭМО РАН.

²⁴ См.: International Monetary Fund. Annual Report 2015. Appendix II: Financial Operations and Transactions. Table II.9. De facto classification of exchange rate arrangements and monetary policy frameworks. P. 12-15. URL: www.imf.org/external/pubs/ft/ar2015/eng/pdf-AR15-Appl1.pdf. Отметим, что данные Фонда основаны на оценках его экспертами валютных механизмов – оценках, которые во многих случаях расходятся с официально заявленными властями. Естественно, что при использовании подобной методологии классификация валютных режимов имеет в известной мере условный характер. К тому же МВФ время от времени пересматривает эту классификацию, а это затрудняет сопоставление данных за разные периоды времени.

деятельности МВФ, следует использовать более объёмное понятие «либерализм» (или его современную разновидность «неолиберализм»).

Основные постулаты либеральной экономической теории и политики в 1989 г. сформулировал американский экономист Джон Уильямсон в документе, известном как «Вашингтонский консенсус». Изложенные в нём рекомендации можно практически свести к нескольким ключевым установкам: (1) приватизация и утверждение незыблемости частной собственности; (2) обеспечение устойчивости внутренней макроэкономической политики; (3) снятие ограничений в сфере международных торговых и валютно-финансовых отношений и, в качестве общего знаменателя, опора на свободный рынок и конкуренцию, соответственно, минимизация роли государственного воздействия на экономику как на национальном уровне, так и в международном масштабе.

Глобальный кризис поставил под сомнение отдельные постулаты «Вашингтонского консенсуса» и побудил руководителей ряда стран прибегнуть к использованию более широкого набора инструментов государственного регулирования экономической деятельности. В апреле 2011 г. занимавший в то время пост директора-распорядителя МВФ Д. Стросс-Кан выступил даже с заявлением, согласно которому «Вашингтонский консенсус» с его упрощёнными экономическими представлениями и рецептами рухнул во время кризиса мировой экономики и остался позади²⁵. Конечно, его заявление представляется слишком категоричным. Тем не менее, тенденция действительно ощущается, найдя, в частности, проявление в том, что МВФ в своей надзорной политике стал уделять больше внимания преодолению социального неравенства, борьбе с бедностью. Показательно, что лауреатом Нобелевской премии по экономике за 2015 г. стал экономист из Принстонского университета Энгус Дитон за анализ потребления, бедности и социального обеспечения. Между тем, главные идеологемы неолиберализма остаются основой современной международной валютно-финансовой системы и

²⁵ Анастасия Башкатова. Глобализм с человеческим лицом. НГ-политика, 06.04.2011. URL: http://www.ng.ru/economics/2011-04-06/1_globalizm.html.

функционирования МВФ.

Банк международных расчётов об изъятиях современной МВФС

Представляет значительный интерес характеристика современной МВФС, которой посвящена специальная глава в Годовом отчёте Банка международных расчётов (БМР) за 2014/2015 гг.²⁶ В докладе отмечено, что усилия по созданию надёжных международных валютных и финансовых механизмов для обслуживания глобальной экономики, которые содействовали бы устойчивому безинфляционному и сбалансированному росту, «оказались иллюзорными». Согласно авторам Доклада, устройство МВФС обусловило взаимодействие национальных режимов так, что создаваемые в ключевых экономиках облегчённые монетарные условия переносятся на остальной мир. Особо указано, что «напрямую к этому результату приводит международное использование резервных валют, а косвенным путём – целенаправленное проведение соответствующей внутренней денежно-кредитной политики».

Диагноз разделяемый, по мнению экспертов БМР, большинством экономистов-теоретиков и политических деятелей, состоит в том, что главная проблема сложившейся системы заключается в «её очевидной неспособности предотвращать возникновение крупных дисбалансов счетов текущих операций». И действительно, балансы текущих счетов находятся в фокусе внимания совместных усилий международных форумов, в первую очередь «Группы 20».

Однако, согласно мнению БМР, «концентрация внимания на состоянии текущих счетов и, соответственно, потоках чистых ресурсов маскирует фундаментальные слабости МВФС. Балансировка глобального спроса в качестве цели (для устранения дисбалансов счетов текущих операций) сводит понятие дисбалансов к чистым потокам товаров и услуг между странами и, тем самым, в тени остаётся более значимый риск финансовых дисбалансов, возникающих в пределах стран и в отношениях

²⁶ См.: Bank for International Settlements. 85th Annual Report. 1 April 2014–31 March 2015. Basel, 28 June 2015. Chapter V. The International Monetary and Financial System. P. 83-100. URL: <http://bis.org/publ/arpdf/ar2015e.htm>.

между странами».

Авторы доклада БМР предлагают иное видение проблемы, согласно которому «главным пороком существующих ныне международных механизмов является присущая им тенденция усугублять изъяны внутренних монетарных и финансовых структур («режимов»)). Далее говорится: «В особенности, МВФС усиливает риски возникновения финансовых неравновесий – то есть неуправляемого увеличения объёмов кредитов и активов, которые выходят за допустимые пределы балансовых статей и, тем самым, могут приводить к финансовым кризисам, а также к серьёзному макроэкономическому ущербу. Главные источники возникающих в отношениях между странами дисбалансов – это глобальное смягчение денежно-кредитной политики и трансграничное финансирование».

Каким образом можно было бы купировать пороки современной МВФС? Мировое сообщество ещё в прошлом веке предприняло попытки взять на вооружение такой антикризисный институт, как международное согласование (координация) государственных экономических курсов. Это согласование призвано упорядочить на международном уровне меры в области монетарной, фискальной и пруденциальной политики, направленной на регулирование финансовых циклов с целью обеспечить монетарную, финансовую и макроэкономическую стабильность.

Эксперты БМР в целях разрешения указанных ими проблем МВФС выступают – на наш взгляд в принципе обоснованно – за расширение объёма и увеличение инструментария международного регулирования. В данном контексте говорится: «Политическим руководителям следовало бы уделять больше внимания последствиям международного взаимодействия, включая распределение потерь, возникновение побочных межстрановых негативных эффектов и наличие обратных связей. Международная координация может осуществляться на разных уровнях. Движение к более эффективному результату потребовало бы более высокой степени согласования, в том числе совместных действий *ad hoc* и, возможно, даже достижения соглашений относительно правил игры, которые ограничивали бы свободу прове-

дения внутренних экономических курсов»²⁷.

В конечном счёте международная экономическая координация может быть ориентирована на достижение одной из двух целей: совершенствование управления кризисами, которое осуществлялось бы посредством таких мер, как использование странами валютных свопов, формирование глобальных сетей финансовой безопасности и других, либо предотвращение кризисов, противодействия возникновению финансовых неравновесий.

Исходя из того, что действие механизма кризисного регулирования требует значительно больших финансовых затрат, авторы доклада БМР отдают предпочтение второму из названных вариантов. Предполагается, что он снизит частоту и глубину нерегулируемых кредитных бумов и спадов и, соответственно, значительно сократит межстрановые побочные эффекты.

Основные подходы к реформированию международных валютно-финансовых механизмов

Названные выше процессы чреваты накоплением глобальных вызовов устойчивости мироустройства как показал возникший в 2008 г. глобальный финансово-экономический кризис. Они побудили мировых лидеров включить в повестку дня вопрос о формировании новой мировой валютно-финансовой архитектуры, то есть перестроить механизмы регулирования финансового и других секторов экономики, включая международную валютную систему. Так, в октябре 2008 г. президент Франции Н. Саркози и премьер-министр Великобритании Г. Браун призвали разработать «новое Бреттонвудское соглашение».

С 2008 г. основные концептуальные, стратегические установки, относящиеся к реформе финансовой и валютной систем, вырабатываются прежде всего в рамках «Группы 20», которая приняла на себя роль постоянно действующего регулятора мировой экономики. Эти установки излагаются в документах её саммитов. Так, в принятом в ноябре 2010 г. на Сеульском саммите «Плане действий» говорилось: «Наша цель состоит в построении более стабильной и устойчивой международной валют-

²⁷ Прибегая к образным выражениям, авторы противопоставляют политике «сохранения собственного дома в порядке» политику «поддержания глобальной деревни в порядке».

ной системы. Международная валютная система доказала свою устойчивость, хотя наличие в ней факторов напряжённости и уязвимости очевидно. Мы приняли решение изучить пути дальнейшего совершенствования международной валютной системы с целью обеспечить системную стабильность мировой экономики. Мы предложили МВФ углубить его работу по всем аспектам международной валютной системы, включая волатильность потоков капитала»²⁸. В Заключительной декларации следующего саммита, проходившего в Каннах в ноябре 2011 г.²⁹, специально было указано, что новая система должна более адекватно отображать возросшую значимость в мировой экономике стран с формирующимися рынками.

Фактически обеспечение функционирования мирового валютного механизма и практические меры по его реформированию входят в компетенция МВФ. На современном этапе фонд руководствуется в своей деятельности установками «Двадцатки», выполняет её поручения.

Модификация структурных, базовых компонентов МВФС, призванная обеспечить бесперебойную работу международного экономического механизма, производится либо путём официального внесения поправок в Статьи соглашения (устав) МВФ, либо посредством пересмотра целевых установок по тем или иным вопросам и, соответственно, надзорных требований фонда к валютно-финансовой политике государств-членов. В то же время трансформация валютно-финансовой системы происходит и без прямого участия государственных властей и национальных институтов – как результат спонтанной эволюции реальной практики международных валютных отношений.

²⁸ Документы Сеульского саммита «Группы двадцати». Сеульский план действий. 12 ноября 2010 г. URL: <http://события.президент.рф/справки/772>; <http://ru.g20russia.ru/documents/#p2> // Seoul Summit Document. / The Seoul Action Plan.//; <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2010seoul.html>.

²⁹ См.: Заключительная декларация саммита «Группы двадцати» в Каннах «Построение нашего общего будущего: возобновление коллективных действий для всеобщего блага». Канны, 4 ноября, 2011 г. URL: <http://события.президент.рф/справки/1072/печать>; [http://ru.g20russia.ru/documents//Cannes Summit Final Declaration](http://ru.g20russia.ru/documents//Cannes%20Summit%20Final%20Declaration) – «Building our Common Future: Renewed Collective Action For the Benefits of All»// <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-declaration-111104-en.html>.

Ниже кратко излагаются суть дискуссии в международном сообществе дискуссии и конкретные меры, призванные совершенствовать функционирование МВФС.

1. Полемика относительно единой мировой валюты. К будущей трансформации МВФС в академическом мире и управленческих элитах существуют два противоположных подхода. Сторонники либерального, неоклассического направления в современной экономической теории («мейнстрим») по преимуществу считают, что мирохозяйственной глобализации соответствует использование в международном обращении национальных денег. Они акцентируют внимание на том, что выдвижение некоторых из числа этих денежных единиц на роль международных валют происходит не столько благодаря государственным постановлениям или решениям международных организаций, сколько посредством «естественного отбора», осуществляемого в первую очередь частными участниками валютных сделок.

Подход, продолжающий кейнсианскую традицию, исходит из того, что логика глобализации хозяйственной деятельности не только не соответствует функционированию национальных валют в роли мировых денег, но и, напротив, в конечном счёте, подрывает основы такого функционирования. Согласно этим представлениям, глобализация на микроэкономическом уровне непременно требует адекватных изменений в сфере макроэкономической политики, в том числе в сфере международных отношений. Следовательно, потребность в создании мировой валютной единицы, которая выполняла бы функцию универсального средства международных расчётов, имеет объективный характер и будет так или иначе проявляться.

В январе 2000 г. бывший руководитель ФРС Пол Волкер высказал такое суждение: «В сущности, если мы хотим иметь по-настоящему глобализованную экономику, то имела бы смысл единая мировая валюта. Это был бы мир, в котором цели экономического роста, эффективности и стабильности находятся в согласии друг с другом... Глубинные тенденции свидетельствуют о движении именно в этом направлении»³⁰. Помимо науч-

³⁰ Цит. по: The Federalist Debate. Papers for Federalists in Europe and the World. Torino. 2000. April. Year XIII. No. 1. P. 37. См. также: Volcker P. Toward a Sing-

ного сообщества, такого рода обсуждения шли также и в мировых политических кругах.

Нельзя не признать, что идея формирования механизма международных расчётов, действующего при посредстве наднациональной резервной валютной единицы – на базе СДР или какого-либо иного коллективного механизма – в нынешних условиях не реалистична. Ведь у России, Китая и ряда других стран имеются очень крупные номинированные в долларах инвестиции в американские долговые инструменты, и поэтому одномоментный отказ от доллара, связанный с обесценением последнего, был бы чреват для соответствующих стран большими финансовыми потерями.

Концепцию универсальных кредитных мировых денег следует рассматривать как целевую стратегическую установку на многолетнюю историческую перспективу. Движение в данном направлении предполагает ряд последовательных этапов. При существенных расхождениях интересов отдельных государств достижение названной цели – сложный, противоречивый и длительный процесс.

2. Эволюция системы СДР. Важным аспектом проблемы совершенствования механизма СДР в качестве единого стоимостного эталона является определение методологии формирования образующей СДР валютной корзины. По рекомендации «Группы 20», МВФ в октябре 2011 г. обсудил возможные варианты изменения методологии определения стоимости СДР. Большинство руководителей МВФ считают перспективным дополнить показатели, принадлежащие к области торговли, критериями, относящимися к финансовой сфере. Это – доля валюты в суммарном объёме принадлежащих странам-членам МВФ официальных международных резервных активов, масштаб использования валюты для номинирования международных банковских обязательств и международных долговых ценных бумаг, удельный вес объёма операций в соответствующей валюте в обороте мирового валютного рынка (включает сделки спот и торговлю производными финансовыми инструментами). Сущест-

le World Currency to Level the Playing Field. The International Herald Tribune. 2000. January 31.

венным событием стало включение в 2005 г. в состав валютной корзины СДР китайского юаня.

Относительно ощутимым шагом для пополнения объема номинированных в СДР международных резервов стран-членов стало решение саммита «Группы 20» в Лондоне (апрель 2009 г.), которое предусматривало: во-первых, ратификацию государствами-членами «Четвёртой поправки» к Статьям соглашения МВФ, которая санкционировала «специальное», одноразовое распределение СДР в объеме 21,5 млрд, во-вторых, «регулярную», общую эмиссию СДР на сумму 161,2 млрд.

В результате двух названных выпусков СДР суммарная величина этих резервных активов возросла с 21,4 до 204 млрд (около 316 млрд долл.), то есть в 9,5 раза³¹, а доля СДР в общем объеме валютных резервов государств-членов МВФ – с 0,5 до 4,7% (в совокупной величине международных резервов, включая золото – с 0,4 до 4,2%). Конечно, эта доля по-прежнему крайне мала. Однако более существенное значение имеет сам факт эмиссии СДР фондом впервые за более чем четверть века. Данное событие можно рассматривать не только как экстраординарный способ пополнить международную ликвидность в период глобального кризиса, но и как некую активизацию практически ранее забытого коллективного валютного механизма.

Несмотря на изложенные выше частичные коррективы системы СДР, последние по-прежнему не выполняют в сколько-нибудь значительном объеме ни одну из присущих мировым деньгам функций. Отсюда следует, что нет оснований характеризовать современную мировую валютную систему как «стандарт СДР». В данном контексте существенно и то, что применяют СДР лишь в официальном секторе. Тем не менее, наиболее вероятным преемником доллара в роли возможного в будущем универсального международного платёжного средства называют всё-таки СДР.

3. Конкурентная борьба на мировом валютном рынке. То обстоятельство, что ямайскими решениями 1976 г. золото официально исключено из валютной системы, не привело, как пер-

³¹ International Monetary Fund. Press Release No. 09/283. August 13, 2009. URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr09283.htm>.

воначально планировалось, к переходу на базу коллективной валютной единицы, оставив мировому сообществу практически единственную альтернативу – использовать в качестве «мировых денег» национальные по своему происхождению денежных единиц ведущих стран Запада.

Благодаря главенствующим позициям США в мировой экономике доминирующей международной валютой стал американский доллар. Положение второй, после доллара, резервной валюты заняла общая денежная единица 18 европейских стран – евро. Опирающийся на объединённый экономический потенциал ЕС евро стал выступать в качестве реального соперника американской валюты в борьбе на мировом валютном рынке.

На рубеже XX–XXI вв. начала обнаруживаться тенденция к полицентрической перестройке мировой валютной системы. Она проявляется в определённой диверсификации международной валютной ликвидности – постепенно уменьшается роль доллара в качестве безраздельно доминирующей международной валюты, усиливается конкуренция со стороны других денежных единиц. В основе этой тенденции лежит сдвиг в соотношении сил в мире, выразившийся в утрате США монопольных позиций, которые они занимали после Второй мировой войны, образовании соперничающих с ними «силовых центров» в лице объединённой Европы, Японии, Азиатско-Тихоокеанского региона, в первую очередь Китая и Индии, а также некоторых стран Латинской Америки и России.

Тенденцию к «валютному полицентризму» отражает ряд статистических показателей. Так, процентная доля доллара в мировых официальных валютных резервах, которая достигла своего пика в 2000–2001 гг., в последующие годы неуклонно уменьшалась и в итоге снизилась к концу 2013 г. (по сравнению с уровнем 2000 г.) на 10,1 п.п. Однако в связи с конъюнктурными обстоятельствами – более устойчивым восстановлением экономики США после глобального кризиса и, соответственно, увеличением на этом этапе привлекательности доллара по сравнению с другими ведущими валютами в качестве объекта инвестирования – его доля возросла в 2014 г. на 1,9 п.п.³²

³² Рассчитано на основе: International Monetary Fund. Annual Report 2015. Wa-

В противоположном направлении изменялась на протяжении нулевых годов доля *евро* в общем объеме мировых валютных резервов. За 2001–2009 гг. она увеличилась на 9,4 п.п., или более чем в полтора раза. Правда, в последующем в связи с острым долговым кризисом и экономическими неурядицами в ряде стран зоны евро, эта доля стала вновь сокращаться и в итоге за 2010–2014 гг. понизилась на 5,5 п.п.³³

Несмотря на уменьшение в докризисные годы доли доллара в совокупном объеме официальных мировых валютных резервов, по состоянию на конец 2014 г. на доллар приходилось 62,9%, или около $\frac{2}{3}$ этих резервов, а на евро – 22,2%, то есть менее $\frac{1}{4}$. В долгосрочной перспективе сравнительное значение трёх ведущих мировых валют – доллара, евро и иены – будет определяться совокупностью ряда фундаментальных факторов: прежде всего – соотношение экономической и финансовой мощи трёх мировых центров силы – США, ЕС и Японии. Сопоставление динамики основных макроэкономических показателей (объемы ВВП, доля в мировой торговле, масштабы участия в экспорте и импорте капиталов и другие) даёт основание полагать, что евро имеет экономический потенциал для того, чтобы претендовать на важную роль в качестве международной денежной единицы.

В общем итоге вряд ли следует ожидать, что доллар или евро (не говоря уже об иене) кардинального расширят своё влияние в мире, вытеснив конкурирующие валюты. Скорее, вырисовывается перспектива неустойчивой, зигзагообразной траектории изменения сравнительных позиций этих денежных единиц на мировом рынке.

Развитие объективной тенденции к полицентризму в мировой экономике, существенные сдвиги в соотношении сил, которые выражаются в усилении роли стран с формирующимся рынками, в первую очередь стран БРИКС, дают основание постановить вопрос о выдвижении на роль международных резервных валют новых национальных или региональных денег. Многие из этих стран тяготеют доминирующей ролью долла-

shington. Appendix 1.I. International Reserves. Table 1.2. Используются также аналогичные показатели за соответствующие предыдущие годы.

³³ Рассчитано по: Ibid.

ра. Отсюда, предпринимаются попытки ограничить роль доллара с помощью как односторонних, так и коллективных целенаправленных политэкономических мер. Власти ряда стран проводят меры, чтобы создать условия для продвижения своих валют в каналы международного обращения. Быстрое экономическое развитие КНР, по сравнению со многими другими странами, закладывает реальные основания для превращения китайского юаня в одну из резервных валют. Существуют перспективы образования и полюса мировой валютной системы, который базировался бы на российском рубле.

Заключение

Преобразование международной валютно-финансовой системы проводится сугубо эмпирическим путём в соответствии с методом, к характеристике которого очень подходит английское выражение «muddling through». Это выражение в переводе на русский – «блуждание впотьмах», или «движение на ощупь», то есть используется метод проб и ошибок. Неудивительно, что рекомендации «Группы 20», МВФ и других организаций по изменению международного финансового устройства имели до сих пор весьма расплывчатый, половинчатый, разрозненный и, можно сказать, косметический характер.

Совокупность реализуемых ныне концептуальных и институциональных корректировок механизмов надгосударственного валютно-финансового регулирования пока вряд ли можно называть реформой в полном смысле слова. Скорее, для характеристики этого постепенного, растянутого во времени процесса более уместны были бы понятия «трансформация» или «эволюция».

Раздававшиеся под воздействием глобального финансово-экономического кризиса призывы ряда видных учёных, общественных и политических деятелей провести новый международный форум с целью принять план единовременного преобразования мирового валютно-финансового устройства на данном этапе не получают ощутимой поддержки со стороны влиятельных сил как в среде бизнеса, так и в управленческих элитах. Верх одерживает «эволюционный подход», которому свойственны прагматическое мышление и компромиссные политические решения. Это и понятно: ведь государственные власти не

могут не стоять на страже национальных интересов, которые не всегда и не во всём совпадают с интересами стран-партнёров.

Следует отметить, что по мере преодоления глобального кризиса политически чувствительная валютная проблематика отходит на второй план, уступая место задачам обеспечить устойчивый и сбалансированный экономический рост, создать новые качественные рабочие места, в первую очередь стимулируя инвестиции в реальный сектор экономики. Однако можно предположить, что объективные процессы в мировой экономике, связанные с глубинными противоречиями финансовой глобализации и существенными сдвигами в соотношении сил между странами и группами стран, будут в перспективе так или иначе подталкивать мировое сообщество к более основательной модернизации международной валютно-финансовой системы.

*Г.Г. Чибриков**

МИРОВЫЕ ДЕНЬГИ И РОЛЬ ДОЛЛАРА

Дневной оборот доллара на глобальном валютном рынке в декабре 2015 составил 87%. В то же время доллар – национальная валюта США и её функционирование определяется состоянием экономики страны. Зависимость валюты от состояния экономики страны-владельца отражена в так называемом парадоксе резервной валюты. Обеспечить резервной валютой другие страны государство-эмитент может лишь за счёт дефицита платёжного баланса по текущим операциям. Вместе с тем дефицитность платёжного баланса страны-собственника резервной валюты порождает сомнения в степени её надёжности. Так называемая дилемма Р. Триффина утверждает, что за счёт хронического дефицита своего платёжного баланса США стали поставщиками валютных резервов для всех государств.

Утверждение – спорное. Евро служит региональной валютой 19-ти стран. Дневной оборот евро на глобальном валютном рынке в декабре 2015 г. составил 33,4%. Платёжный баланс по

* Чибриков Георгий Георгиевич, д.э.н., проф. экономического ф-та МГУ им. М.В. Ломоносова.

текущим операциям еврозоны сводится с профицитом.

И при этом еврозона способна снабжать валютой другие страны.

Международный валютный фонд располагает собственной валютой – специальными правами заимствования. Эта валюта формально заслуживает характеристику мировой, так как принадлежит организации из 188 государств. Считается, что это наиболее подходящая кандидатура на роль общемировых денег. Вытеснение доллара СДР было одной из целей Ямайской валютной системы.

Однако доля СДР в дневном обороте на глобальном рынке не превышает 5%. СДР не применяются на рынке ценных бумаг и не опираются на ресурсы 188 стран, а базируются на долларе, евро, фунте стерлингов и йене. МВФ принял решение включить юаня в корзину валют СДР. С 1 октября 2016 г. юань функционирует как свободно обращающаяся валюта. Превратить СДР в мировую валюту значительно труднее, чем вернуться к системе золотого стандарта.

Рассмотрение вопроса о мировых валютах было бы неполным без характеристики роли золота. Ямайская валютная система предусматривала демонетизацию золота и превращение СДР в основу системы. Однако вытеснить доллар из валютной системы не получилось.

Длительное время золотом пренебрегали в теории и на практике, но кризис валютной системы изменил ситуацию. Бывший президент Мирового банка Р. Зоелик 8 ноября 2010 г. в Сеуле заявил, что система должна рассматривать золото как международный справочный пункт рыночных ожиданий относительно инфляции, дефляции и будущей стоимости валюты. «Учебники могут рассматривать золото как старую валюту, – считает он, – но рынки используют золото как альтернативный денежный актив сегодня». Он предложил, чтобы «...ведущие мировые экономические державы рассмотрели применение модифицированного глобального золотого стандарта для руководства движением валютных курсов. Золото будет играть роль стандарта для определения курса валюты, однако его стоимость тоже будет расчётной. Её будут определять на основе рыночных ожиданий

инфляции, дефляции и будущей стоимости валют»³⁴.

Дж. Рикардс, американский учёный и финансист, опубликовал в 2014 г. книгу «Смерть денег. Крах доллара и агония мировой финансовой системы». Он – сторонник возврата к системе золотого стандарта. Дж. Рикардс критикует аргумент, что золото не может образовать основу современной денежной системы, так как не существует достаточного количества золота для обеспечения мировой торговли и финансов. По его оценке, совокупное мировое предложение золота составляет примерно 163 000 тонн. Золото, которым владеют официальные организации – центральные банки, казначейства, МВФ – 31 868,8 т. Если использовать цену 1500 долл. за унцию золота, то официальное золото обладает рыночной ценностью в 1,7 трлн долл.³⁵ Проблема в этом сценарии – не количество золота, а его цена. Если бы это золото стоило 17 500 долл. за унцию, то его стоимость была бы примерно равна денежной массе (M1) в Европе, Японии, Китае и США, вместе взятых.

Дж. Рикардс, по существу, разделяет позицию экономистов 1960–70 гг. Ж. Рюеффа и Р. Харрода, которые предлагали сохранить систему золотого стандарта, повысив цену на унцию золота. В 1968 г. П. Самуэльсон в статье «Повышение цены золота» предложил удвоить цену на жёлтый металл.

Насколько обоснованы предложения вернуться к системе золотого стандарта? В этой системе эмиссия денег была связана с золотом. Она не гарантировала стабильности цен, но она устраняла риск инфляции, создаваемой действиями властей. В конечном счёте, ограничивался произвол правительства в отношении предложения денег.

Эта система предполагала, что рыночный механизм будет стихийно преодолевать диспропорции во внешнеэкономических связях. Однако практика выявила нарушения правил игры золотого стандарта. Страны с дефицитом платёжного баланса несли основное бремя приведения его к состоянию равновесия. Стра-

³⁴ Robert Zoellick. The G20 must look beyond Bretton Woods. Financial Time, November, 2010. URL: <https://www.ft.com/content/5bb39488-ea99-11df-b28d-00144feab49a>.

³⁵ Джеймс Рикардс. Смерть денег. Крах доллара и агония мировой финансовой системы. М., 2015. С. 269.

ны с профицитом платёжных балансов не всегда применяли меры против сокращения притока золота. Они могли применить сверхжёсткую монетарную политику, которая приводила к уменьшению занятости. Центральные банки при сокращении золотых запасов рисковали своей способностью обменивать банкноты на золото. Они вынуждены были бы сокращать отечественные активы в случае уменьшения запасов золота, что приводило бы к повышению ставки процента и притоку иностранного капитала.

Золото по-прежнему играет большую роль в современной МВС. Во многих странах большая часть валютных резервов хранится в виде золота.

Таблица 1

Валютные резервы в евросистеме (октябрь 2015 г., в млрд. евро)

Официальные резервные активы	654,7
Монетарное золото	360,1
Резервная позиция в МВФ	19,3
Специальные права заимствования	56,8
Прочие резервные позиции	218,5

Источник: ЕСВ.

На примере евросистемы видно, какую большую роль играет золото. И всё же возврат к системе золотого стандарта маловероятен, хотя исключать эту возможность не следует. Ремонетизация золота будет означать установление связи между золотым запасом страны и количеством денег в обращении. Одним из вариантов такой связи может быть ограничение объёма выпуска банкнот величиной, эквивалентной определённому количеству ценных бумаг. Сверх этого банкноты могут выпускаться только в обмен на золото. Другой вариант предусматривает установление пропорции между величиной золотого запаса и количеством банкнот.

Упрощённый вариант системы золотого стандарта не предусматривает обязательного размена банкнот на золото и обращения золотых монет во внутреннем обороте. Предназначение золотого стандарта состоит в том, чтобы ограничить инфляцию. Связь ценообразования с золотом устанавливается безотносительно статуса золота, но юридическое признание её будет способствовать стабильности денежного обращения.

Одна из причин нежелания возвращаться к системе золотого стандарта – необходимость большей свободы для центральных банков, занимающихся денежной эмиссией. Объём выпуска банкнот не должен зависеть от величины золотых резервов, а должен определяться экономической целесообразностью, объёмом сделок с участием денег.

Ежедневный оборот доллара на валютной бирже значительно превосходит обороты прочих валют и составляет примерно 87% (с учётом, что дневной оборот в целом – 200%). Главенствующие позиции доллара в качестве мировой резервной валюты почти не пострадали от мирового финансового кризиса. С начала кризиса доля доллара в мировых валютных резервах держится на уровне 62%. В целом иностранные субъекты резко увеличили свои запасы финансовых активов США.

Особо следует упомянуть о так называемой долларовой ловушке. Кризис 2007–2009 гг. вызвал спрос государств на безопасные финансовые активы, которые сохраняют капиталы и достаточно ликвидны. Ценные бумаги частного сектора, даже эмитированные надёжными корпорациями, оказались убыточными. Государственные облигации многих стран теряли доверие, поскольку их эмитенты испытывали трудности в связи со слабыми перспективами роста и резким ростом задолженности.

С 2000 г. развивающиеся страны добавили около 6,5 трлн долл. к своим валютным резервам (примерно половина прироста приходится на КНР). Япония и Швейцария активно использовали валютный рынок, покупку иностранной валюты, чтобы предотвратить повышение курса своей валюты. Частные инвесторы также претендовали на безопасные активы³⁶. Иностранные инвесторы рассчитывают на то, что США не станут использовать инфляцию, чтобы обесценить авуары своего государственного долга. Держатели облигаций США внутри страны включают пенсионеров, пенсионные фонды, финансовые учреждения и страховые компании. Эти группы представляют собой влиятельную политическую силу, которая может нанести ущерб действующему правительству, если инфляция резко повысится. Отсюда, иностранные инвесторы имеют определённые основания

³⁶ Finance & Development. March, 2014. P. 36-37.

рассчитывать, что стоимость их инвестиций в США будет защищена.

Насколько обоснованы выводы о крахе доллара и агонии мировой финансовой системы? В 2000 г. США подвергались критике как страна, обременённая 3 дефицитами: бюджета, платёжного баланса и торгового баланса. Эти дефициты существуют и поныне, но дефицит бюджета США уменьшился с 2,8% в 2014 г. до 2,5% ВВП в 2015 г. В 2014 г. дефицит баланса США по текущим операциям составил 2,2% ВВП (самый низкий дефицит с 1997 г.). Баланс улучшился в связи с падением нефтяных цен. Профицит баланса услуг сохранился в значительных размерах³⁷.

Вместе с тем, экономисты и политики констатируют негативные процессы в экономике США. Одним из показателей неблагополучия оказывается изъятие национальными центральными банками золотых резервов из хранилищ ФРС. Отток золота начался в 2014 г. Подобного бегства золота из ФРС не было с 2007–2008 гг.: ФРС теряет доверие не только в вопросе золота, но и в отношении деятельности организации в целом. Финансовые институты наращивают инвестиции в физические активы, в том числе и в драгоценные металлы. Главным источником их доходов традиционно были ценные бумаги, однако в апреле 2015 г. банк J.P.Morgan сообщил о приобретении 55 млн унций серебра.

Российский экономист М. Ершов справедливо считает, что капитальная накачка ликвидности со стороны ЦБ ведущих стран в ходе борьбы с последним финансовым кризисом привела к избытку средств в мире, которые ищут сферы вложения³⁸. Показатели уровня капитализации американского фондового рынка приближаются к максимальным значениям за 50 лет³⁹.

В начале 2016 г. произошло крупнейшее за последние 119 лет падение фондового рынка США: индекс Доу-Джонса понизился более чем на 5%. По-видимому, кризис связан с рядом

³⁷ Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies. October 19, 2015.

³⁸ М. Ершов. Возможности роста в условиях валютных провалов в России и финансовых пузырях в мире. Вопросы экономики, 2015, № 12. С. 45.

³⁹ Там же. С. 47.

причин: самым сильным падением производства за последние 6 лет, фондовым кризисом в КНР и понижением валютного курса юаня, а также крупнейшим падением нефтяных цен.

Переход от обычной к нетрадиционной монетарной политике только начинают исследовать. Пока главное внимание обращают на воздействие 4 стран, применивших эти меры, на весь остальной мир. Кто и как будет расплачиваться за введение отрицательных ставок процента и увеличение цен активов, покажет время. Однако в свете кризисных явлений начала 2016 г. ограничится ли бедствие только двумя странами? Не будет ли мир охвачен новым мировым кризисом?

Соперничество доллара и евро свидетельствует, что доллар сохраняет своё преимущество. Все сделки на товарных рынках осуществляются в долларах. Торговля валютой происходит преимущественно на доллары. Евро преобладает в сфере обмена долговых ценных бумаг. Торговля на евро сконцентрирована в Европе, Средиземноморье и частично в африканских странах. Слабость ЕС состоит в том, что он представляет собой союз государств, а США – единое государство. В нём кредитно-денежная политика подкрепляется фискальной. В ЕС фискальную политику проводят национальные государства.

В каком направлении будет развиваться валютная система? Она остаётся мультивалютной, к числу глобальных резервных валют присоединяется юань, возможен рост коллективных валют, не исключено возрастание роли СДР. В далёкой перспективе возможна смена состава ведущих резервных валют.

*Ю.И. Меликов**

НАПРАВЛЕНИЯ ТРАНСФОРМАЦИИ МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ

Периодические и регулярные финансово-экономические кризисы во многом обусловлены изъянами в организации современной Ямайской валютной системы, базирующейся на СДР и

* Меликов Юрий Иосифович, к.э.н., проф. Ростовского государственного экономического университета (РИНХ).

долларе США. Отсюда, важно определить направления развития и трансформации МВС на основе создания мировой наднациональной валюты.

Существует два основных подхода к её решению. Первый предполагает косметические меры по реформе МВФ и МВС с сохранением роли доллара США как мировой резервной валюты. Сторонники этого подхода отрицают возможность перехода к золотому стандарту. Второй подход (сторонником которого является автор) содержит разные варианты возврата к использованию золота в качестве основы мировой валютной системы.

Для правильного определения направления развития МВС необходимо ответить на вопрос о причинах ухода золота из денежного обращения и отказа от его использования как материальной основы денег и МВС. Объясняют это по крайней мере две причины: 1) ограниченное количество золота и невозможность при необходимости увеличить объём денежной массы для ускоренного развития экономики, так как эмиссия денег ограничена наличием золотого запаса; 2) появление возможности денежной эмиссии для получения дохода, в том числе за счёт обращения американской валюты на мировых товарных и финансовых рынках. Следует особо отметить, что в экономической литературе существует утверждение, что современные деньги не являются долговыми обязательствами правительства, что весьма спорно. При варианте использования в качестве денег золота данное утверждение, конечно, справедливо, ибо обмен в этом случае эквивалентен: ни правительство, ни товаропроизводитель не являются должниками. Когда же товаропроизводитель получает за свой товар бумажные деньги, обмен не эквивалентен: товаропроизводитель – кредитор, а правительство – должник. Следовательно, бумажные деньги – долговые обязательства эмитента-должника.

Причины кризиса современной мировой валютной системы связаны с двойственным характером доллара, который выполняет одновременно функции мировой и национальной резервной валюты, то есть выступает долговым обязательством США, фактически не имея материального обеспечения золотом и товарно-материальными ценностями. США заинтересованы в сохране-

нии роли доллара в качестве мировой валюты, получении эмиссионного дохода, процентов от долларовых кредитов, а также приобретении за эмитированные доллары на мировых рынках реальных товарно-материальных ценностей. Долларовая экспортная выручка стран-экспортёров связывается путём вложения в государственные ценные бумаги США. Кроме того, излишнюю долларовую массу активно используют для спекулятивных операций на мировых валютном, фондовом и товарном рынках.

Преодоление причин мирового финансового кризиса возможно только тогда, когда трансформация МВС пойдёт в направлении восстановления роли золота в качестве основы мировой валютной системы с фиксированным валютным курсом наднациональной мировой валюты, а также национальных валют. Для этого необходимо покончить со спекулятивными операциями на мировых рынках золота, энергоносителей и сырья путём формирования единых мировых цен на эти товары, что позволит обеспечить стабильность МВС и единой наднациональной мировой валюты. Для достижения эластичности в управлении объёмом эмиссии и денежной массы национальных экономик в условиях фиксированного валютного курса в целях развития реального сектора экономики следует предусмотреть возможность получения от МВФ разрешений на дополнительную целевую кредитную эмиссию в диапазоне до 20%.

*М.И. Гельвановский,
В.В. Водянова,
М.А. Минченков***

МУЛЬТИТОВАРНАЯ БАЗА – ОБЕСПЕЧЕНИЕ РЕГИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЫ

В медийном пространстве обсуждают несколько возможных сценариев дальнейшего развития мировой валютной системы:

* Гельвановский Михаил Иванович, проф., д.э.н., генеральный директор Национального института развития Отделения общественных наук РАН; Водянова Вера Владимировна д.э.н., доцент Государственного университета управления; Минченков Михаил Александрович, консультант, специалист в области финансового моделирования.

от применения ничем не обеспеченных денег (криптовалют) до создания региональных валют, которые будут взаимодействовать между собой по новым договорным расчётным принципам (аналогам ЭКЮ, переводного рубля, СДР). Чем будут обеспечены новые валюты, и каков их механизм взаимодействия?

В качестве одного из решений проблемы предлагается новый подход, который состоит в возврате МВС к её материальной базе, но не к золотой, а к более широкой базе, включающей сырьевые товары, которые, подобно золоту, способны выполнять в современных условиях и товарные, и денежные функции. Предварительные расчеты показывают, что мировые цены этих товаров обладают интересным свойством, которое было отмечено ещё в начале 80-х гг. прошлого века и, как показывают расчёты, в целом сохраняется до сих пор. Это свойство – устойчивость соотношения мировых цен на средне- и долгосрочном временном горизонте⁴⁰. Следовательно, рыночные механизмы как регуляторы воспроизводственных процессов в мировой экономике продолжают действовать. В то же время они в значительной мере подвергаются искажающему действию существующей валютно-финансовой системы. Дело в том, что девизы, как они определены Ямайским соглашением, став, по сути, резервными валютами, трансформировали и свою главную функцию как расчётного эквивалента конвертирования мировых денег в товар. При этом справедливая цена на этот товар стала определяться на квазирыночных условиях за счёт использования инфраструктуры бирж и национальных регуляторов.

Проще говоря, в любой момент времени соотношение стоимости резервной валюты к национальной отражается не в объективной цене, рассчитанной по методикам консенсусных соглашений, а по квазирыночной цене рынка валют, который «регулируют» субъекты, использующие инсайдерскую информацию. Например, по расчётам через ППС пара рубль/доллар США оценивается как $21/1$, а по биржевому курсу более $70/1$ (на середину января 2015 г.). Мотивация дестабилизации курса нацио-

⁴⁰ См.: М.А. Минченкова, М.И. Гельвановский, В.В. Водянова. О необходимости создания государственной системы резервов для обеспечения финансово-экономической безопасности России. «Финансовая жизнь», № 4, 2015.

нальной валюты очевидна (рис. 1 и 2).

Рисунок 1

Соотношение рубля и доллара по паритету
покупательной способности

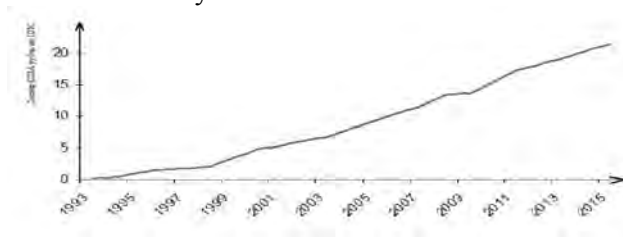
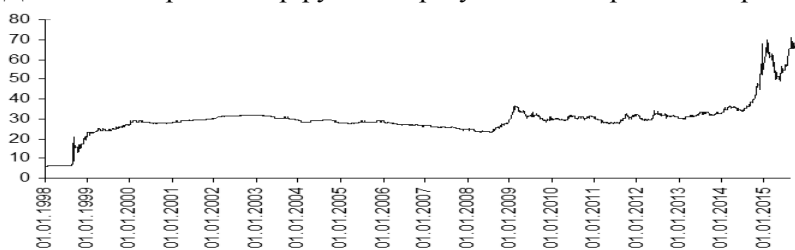


Рисунок 2

Динамика пары доллар/рубль по результатам биржевых торгов



Противодействовать этому можно, либо вернувшись к методикам и принципам консенсуса, либо предложив в качестве обеспечения мировых денег некую новую базу – унифицированный (стандартизированный) товар, цена на который будет определяться реальным рыночным путём.

Как уже отмечалось выше, вопрос расширения товарной базы для международной валютной системы может быть решён за счёт подбора товаров, похожих на золото. Во-первых, эти товары должны обладать дуальными свойствами, то есть быть способными:

- выполнять первичную функцию – удовлетворение потребностей за счёт своих свойств;
- быть постоянно востребованными к обмену.

Необходимо чётко определить, какие это должны быть товары, какими характеристиками они должны обладать. Во-первых, чтобы их можно было хранить в запасах хотя бы какое-то время. Во-вторых, объём торговли этими товаров должен быть

достаточно велик, чтобы обеспечить потребности в международном обмене. Здесь важно посчитать объём товарной массы сырьевых товаров в текущих ценах и соотнести их с общим объёмом внешней торговли. В-третьих, проблему обеспечения товарного покрытия валюты можно решить, расширив сам товарный набор.

Известно, что товарами являются не только предметы материального вида (овеществлённый труд или природные материально-вещественные субстанции – минералы, органические вещества, стандартизированная вода и пр.), но и различного рода услуги. Однако услуги для расчётов соотношений стоимости валют учитывать не следует, поскольку они не могут быть положены в запас как материальный резерв для валюты.

В целом под товарами с дуальными свойствами следует понимать активы, обладающие и товарными, и валютными свойствами, поскольку помимо своего прямого назначения – использования в качестве сырья для производства промышленной продукции – они, в силу своих характеристик, могут быть неким страховым продуктом с более устойчивой ценой, обоснованной материальной потребностью в них, то есть обладают валютными свойствами. К слову, и золото сегодня в большей мере – товар сырьевой группы, используемый в промышленных целях или в ювелирной промышленности. Только в последнее время в связи с ростом глобальных кризисных явлений, вызванных расстройством мировой валютной системы, денежные свойства золота вновь стали приобретать всё большее значение.

При исследовании дуальных товаров авторы рассматривали временные ряды цен в долларовом эквиваленте по спот-делкам, полученные с различных мировых биржевых площадок. Золото, относительно которого производилось взвешивание всей корзины, фиксировалось по Loko London. Мы вынуждены были взвешивать корзину по доллару США, а не по золоту, которое является средством платежа в международном пространстве. Это связано с тем, что в России до сих пор не создано Loko Moscow, а золото согласно российскому законодательству, с одной стороны, декларируется как валютная ценность, а с другой стороны, не является средством платежа. На наш взгляд, при

реальном использовании мультитоварной валюты можно разрешить это противоречие, создав валютно-товарную биржу, на которой будут обращаться товары с дуальными свойствами, а средством платежа будет выступать золото. При этом Loko Moscow позволит в течение единой биржевой сессии проводить арбитражные сделки по всем четырём мировым Loko: Нью-Йорк, Лондон, Цюрих, Токио. Платёжные функции золота будут ограничены расчётами по биржевым сделкам с дуальными товарами.

Создание валютно-товарной биржи с присвоением ей статуса Loko Moscow позволило бы естественным образом создать центр, в котором мог бы производиться клиринг по дуальным товарам с подключением современных расчётно-платёжных систем, что технически обеспечило бы включение мультитоварной валюты в состав резервных валют.

Россия обладает весьма значительными резервами товаров с дуальными свойствами, находящихся в активах Государственного фонда драгоценных металлов и драгоценных камней РФ, в мобилизационных фондах, в активах распределённых систем и в других фондах. Эти резервы в настоящее время представляют собой «сокровища», не задействованные в обеспечительных мерах по расширению базы национальной валюты страны. В дальнейшем возможно расширить наполнение ГСР РФ группой биржевых товаров, обладающих свойством инвариантности по отношению к дуальным активам.

Основной принцип построения мультитоварной валюты – соответствие товаров с дуальными свойствами унифицированному базовому товару

$$\sum_{i=1}^n a_i \cdot \left\| \frac{f_i(t)}{f_i(t)} \right\| - k_i \cdot f(t, f_1(t), \dots, f_n(t)) \left\| \rightarrow \min_{(k, f)} \right\|,$$

где $f_i(t)$ – временной ряд биржевого товара с дуальными свойствами, a_i – весовые коэффициенты, $\vec{k} = (k_1, k_2, \dots, k_n)$ – вектор коэффициентов своп-сделок, $i = \overline{1, n}$; $f \equiv f(t, f_1(t), \dots, f_n(t))$ – функция-абсолют, или «товарный жгут»⁴¹.

Под соответствием понимается устойчивость временного ряда отношений цен товара с дуальными свойствами к цене аб-

⁴¹ Функция построена рабочей группой механико-математического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова под руководством к.ф.-м.н., проф. Заплетина М.П.

солюта (по Ляпунову, асимптотическая, орбитальная и т.д.), либо попадание его в бассейн аттрактора – множества притяжения в пространстве состояний системы. К таким множествам, в частности, относятся устойчивый фокус, устойчивый узел, устойчивый предельный цикл. Процесс создания этой функции породил большой спектр задач, требующих исследования. Например, сюда относятся задачи по определению величины выборки, величины временного интервала, определения набора дуальных товаров, вычисление весовых коэффициентов, определение их связи с объёмом продаж, объёмом запасов и т.д. Основное качество этой функции – её независимость от политических решений, что позволяет говорить о ней как об объективной мере.

Важно подчеркнуть, что такой «товарный жгут» из-за своей большой финансовой ёмкости устойчив к спекулятивным атакам, не подвержен катастрофическим событиям, может быть инвариантно описан математически и однозначно вычислен. Это даёт возможность вывести на его основе расчётную единицу унифицированного базового товара, которая может стать мерой новой валюты на первом этапе – на региональном уровне.

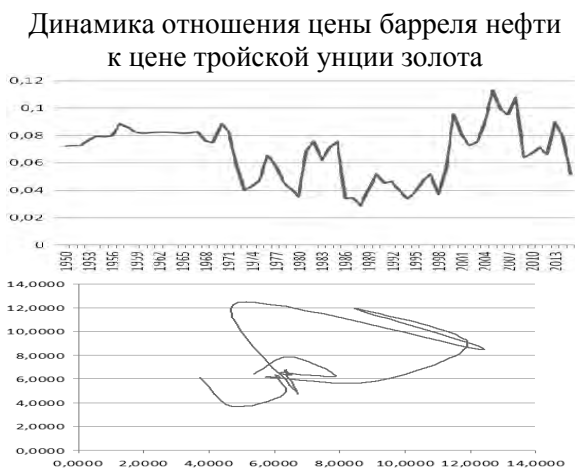
Механизм формирования унифицированного базового товара требует отдельного изучения. Здесь важно не только уточнить развёрнутые во времени ценовые ряды по отдельным товарам и их соответствие свойствам дуальных товаров, но и принципы их формирования, а именно: по подтверждённым или разведанным запасам, либо исключительно по складским остаткам. Например, сегодня на финансовых рынках сложилась практика рассчитывать стоимость биржевого товара не только по фактическим спот-сделкам, но и по производным, отражающим различный характер стоимости данного товара, учитывая затраты по его фактическому извлечению из недр, страновые риски и различные производственные издержки. Соответственно, рассчитывать весовые коэффициенты a_i можно с помощью описанного выше подхода или разработать новый подход.

Не следует путать предлагаемое нами товарное обеспечение денег с упоминаемыми нередко в экономической литературе так называемыми товарными (или товарно-сырьевыми) ва-

лютами, котировки которых находятся в прямой зависимости от цены монотовара, подвергаемой специфическому регулированию. В частности, для современного рынка характерна зависимость рубля от нефти («пара рубль-нефть»), которая означает уязвимость нашей валюты к спекулятивным атакам, политическим и военным рискам, связанным с захватом монотоварного рынка, непрозрачности процесса формирования цены, манипуляции валютно-финансовым инструментами через механизмы внешнего управления со всеми негативными экономическими и политическими последствиями.

Для исправления ситуации вместо монотовара предлагается применять в качестве основы денег «товарный жгут», состоящий из товаров с дуальными свойствами. Так, проведённое нами исследование показало, что нефть не является товаром с дуальными свойствами, о чём свидетельствует отсутствие зон устойчивости в фазовом портрете отношения нефти к золоту (рис. 3). В то же время большая группа товаров демонстрирует устойчивое поведение своих ценовых рядов по отношению к золоту (рис. 4, 5), что позволяет отнести их к товарам с дуальными свойствами.

Рисунок 3



В частном случае предлагаемая мультитоварная валюта представляет расширение базы от ЗВР до ТВР, где Т – товар, об-

Рисунок 4

Динамика отношения цены 1 г серебра к цене 1 г золота

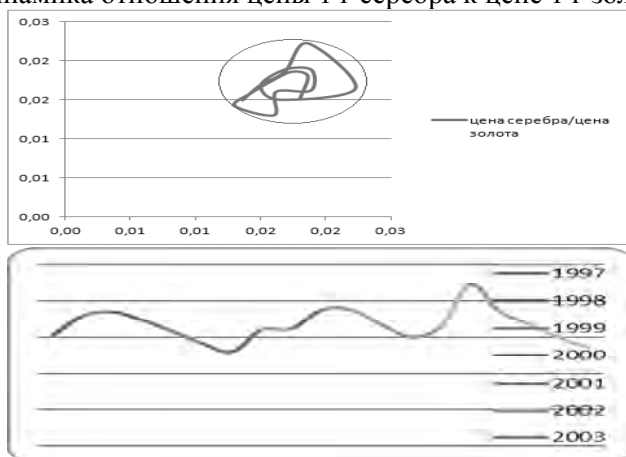
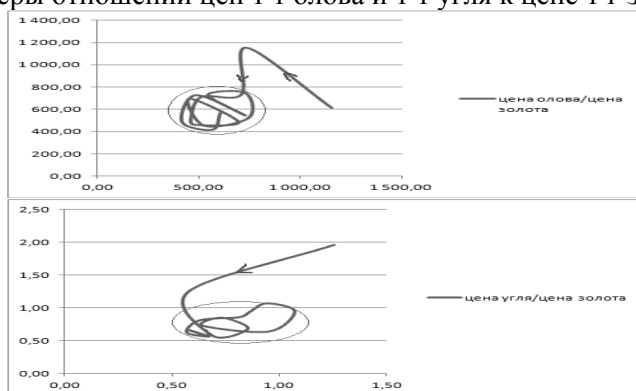


Рисунок 5

Примеры отношений цен 1 т олова и 1 т угля к цене 1 г золота⁴²



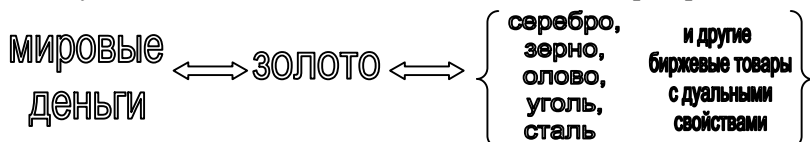
ладающий дуальными свойствами и имеющий вычисляемое устойчивое ценовое отклонение на определённом временном периоде к золоту (рис. 6).

В современных условиях отсутствия твёрдой валютной базы в мире, методологии её исчисления, трансформация ЗВР в ТВР на базе предлагаемой нами методологии создаст мощные

⁴² Фазовые портреты построены на основе исследования временных рядов В.В. Глазуновой и Е.Ю. Сычёвой.

Рисунок 6

Принципиальная схема взаимосвязи группы биржевых товаров с дуальными свойствами и золото-валютными резервами



предпосылки для выравнивания экономических балансов между развитыми странами и странами БРИКС.

В последние полвека (с середины 1970-х гг.) сложилась ситуация, в которой России была навязана парадигма доминирования Запада не только в интеллектуальной, но и в социально-экономической сфере. Она выразилась в том, что развивающиеся экономики с неразвитой научной базой и не имеющие высокотехнологических отраслей промышленности постоянно вынуждены догонять развитые страны. Для стран БРИКС и особенно для России такое отставание связано с утратой в последние годы своего научного и промышленного потенциала. Использование предлагаемой методологии позволит восстановить экономический баланс между Россией и западными странами за счёт включения в расчёт валютной базы более полноценного присутствия материальных активов в виде товаров с дуальными свойствами⁴³.

Актуальность рассматриваемой проблемы подтверждают недавние выступления мировых лидеров. Так, Президент Республики Казахстан Н. Назарбаев в своём выступлении на Общих дебатах 70-й сессии Генассамблеи ООН заявил, что «борьбу с глобальным кризисом необходимо начать с наведения порядка эмиссии и обращения мировых резервных валют, которое сейчас не отвечает критериям законности, демократичности, конкурентности, эффективности и международного контроля. В XXI веке миру нужны финансовые инструменты нового качества». С аналогичным заявлением выступил и Президент Российской Федерации В.В. Путин на встрече лидеров G20 в Анкаре. Одним из инструментов с такими свойствами, по нашему глу-

⁴³ Участие в подготовке материала принял д.э.н., чл.-корр. РАЕН И.А. Кокорев.

бокому убеждению, является создание государственной системы резервов, представленных биржевыми товарами с дуальными свойствами. Это позволит сформировать на их базе реальное обеспечение региональной валюты с последующей перспективой её включения в состав резервных валют МВС.

*Л.С. Кабир, И.А. Яковлев,
С.И. Никулина, Т.Р. Урумов,
И.Д. Раков**

ПЛАВАЮЩИЙ ВАЛЮТНЫЙ КУРС И РИСКИ УСТОЙЧИВОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Либерализация как концепция организации финансовых систем проявилась в последней четверти XX в. Ключевым моментом либерализации следует считать, на наш взгляд, юридическое закрепление на Ямайской конференции в январе 1976 г. за странами-членами МВФ права выбрать режим валютного курса, что их подвигло к либерализации операций по счетам движения капитала⁴⁴: переход к более гибкому режиму валютного курса одновременно подразумевал и свободную и неограниченную конвертируемость национальной валюты в международных торговых и финансовых операциях.

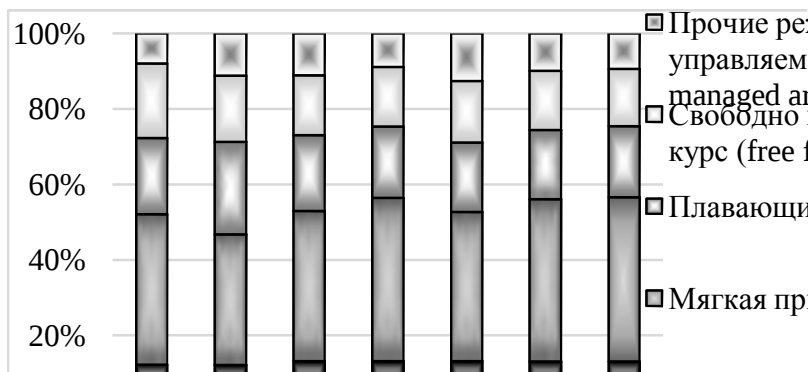
В начале этот процесс воспринимали положительно, поскольку предполагалось, что трансграничные потоки капитала улучшат результаты экономического роста и повысят стабильность потребления. Также прогнозировалось, что выгоды от валютной либерализации будут особенно значительными для развивающихся стран, испытывающих дефицит капитала и большую изменчивость темпов роста доходов.

* Кабир Людмила Сергеевна, д.э.н., проф., г.н.с. Научно-исследовательского финансового института Министерства финансов РФ (НИФИ); Яковлев Игорь Алексеевич, к.э.н., первый заместитель директора НИФИ, руководитель Центра международных финансов; Никулина Светлана Игоревна, н.с. НИФИ; Урумов Тимур Русланович, н.с. НИФИ; Раков Иван Дмитриевич, лаборант-исследователь НИФИ.

⁴⁴ Обозначает ликвидацию мер, ограничивающих потоки капитала в страну/из страны.

Рисунок 1

Типы обменного курса (в % от количества стран-членов МВФ на 30 апреля)



Источник: Assessing macroprudential policies in a financial stability framework. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2014. P. 6-7. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>.

Однако полученные странами действительные выгоды не оправдали ожиданий. Примечательны (см. рис. 1) и тенденции, проявившиеся с момента последнего финансового кризиса:

- снижается доля стран, выбравших режим плавающего валютного курса (с 39,9 до 34%), причём наибольшее сокращение наблюдается в категории стран, избравших свободно плавающий валютный курс (с 19,7 до 15,2%);

- незначительно, но увеличивается количество стран, применяющих жёсткую привязку своего валютного курса (с 12,2 до 13,1%);

- более чем на 6% увеличилось количество стран, использующих «прочие режимы с возможностью корректировки курса» за счёт категории стран, применяющих мягкую привязку своих валют.

В итоге можно сделать вывод: кризисные потрясения мировой финансовой системы понижают оптимизм в отношении безальтернативности гибкого валютного курса и возвращают к необходимости государственного регулирования потоков капитала и выбора режима курсовой привязки. Именно чрезмерная изменчивость плавающего валютного курса вызывает серьёзную обеспокоенность стран, в которых платёжные балансы под-

вержены валютному риску и наблюдается сильное воздействие валютного курса на инфляцию.

Анализ опыта зарубежных стран позволил выделить следующие виды рисков устойчивости национальных финансовых систем, которые могут проявиться на определённом этапе валютной либерализации:

1. открытие внутренних финансовых рынков может привести к росту асимметричной информации, что в свою очередь усилит колебания в настроениях инвесторов, способствуя стабильному поведению;

2. в некоторых странах валютная либерализация способствовала кредитным бумагам, которые ухудшали банковские балансы, усугубляя проблемы в банковской системе;

3. валютная либерализация также может приводить к возникновению финансовых пузырей, особенно на рынке недвижимости;

4. кроме того, опыт открытия счёта операций с капиталом как развитых, так и развивающихся стран показывает, что в результате повышается волатильность потоков капитала, в особенности портфельных инвестиций;

5. валютная либерализация, в особенности ускоренная, значительно повышает вероятность внутренних финансовых кризисов и уязвимость национальной финансовой системы к воздействию внешних факторов;

6. при валютной либерализации особенно важен этап создания эффективной системы регулирования валютного рынка в условиях его открытости, которая способна ограничить возможные её издержки. На данном этапе органы власти могут столкнуться с необходимостью разработать меры, чтобы нивелировать такие риски макроэкономического характера (помимо вышеперечисленных), как неустойчивость валютного курса, высокая инфляция вследствие резкого обесценения валюты;

7. резкое обесценение национальной валюты может привести к росту задолженности корпоративного сектора, номинированной в иностранной валюте;

8. при наличии слабо регулируемой банковской системы и других недостатков внутреннего рынка капиталов притоки ин-

странных инвестиций могут усилить неэффективность национальной экономики;

9. отсутствие системы мониторинга и регулирования притока капитала в соответствии с национальными экономическими приоритетами может способствовать переходу целых секторов экономики под контроль транснациональных корпораций;

10. отсутствие мониторинга и регулирования может быть одной из причин неравномерного распределения преимуществ от валютной либерализации между секторами национальной экономики. Опыт либерализации в развивающихся странах показывает, что потоки иностранного капитала устремлялись в те отрасли экономики, где инвесторы могли получить наибольшую прибыль в краткосрочной перспективе. В связи с этим большинство капитальных вложений носило спекулятивный характер.

Анализ валютной либерализации позволил также определить основные направления управленческих действий, применяемых правительствами в целях регулирования финансовых рынков:

1. согласованность либерализации счёта капитала и счёта текущих операций;

2. в первую очередь обычно либерализации подвергают потоки долгосрочного капитала, а потоки краткосрочного капитала – усиленному контролю;

3. в зависимости от состояния платёжного баланса страна должна контролировать либо отток капитала, либо его приток;

4. валютная либерализация требует формирования резервов и государственного воздействия на валютный курс;

5. несмотря на то, что конечной целью либерализации декларируется свобода движения капитала, наблюдается повсеместное сохранение госконтроля.

Таким образом, меры регулирования потоков капитала продолжают признавать полезными и применяют наряду с макроэкономическими корректировками.

Можно констатировать следующие результаты валютной либерализации:

1) общий рост неустойчивости национальных финансовых систем (см. табл. 1), показателем которой служит тот факт, что

более $\frac{2}{3}$ стран мира наращивали международные валютные резервы (далее – МВР); из них около 51% стран имели среднегодовые темпы прироста до 10%, а у 26% стран этот процесс протекал особенно активно (от 10 до 62,5%);

2) 50% стран выделенной группы одновременно увеличивали и золотые запасы (в физическом выражении);

3) сопоставимый рост как валютных резервов, так и золота (в тоннах) продемонстрировали страны, придерживающиеся переходного валютного курса (среднее значение прироста по группе стран более 6% в год) (см. табл. 2).

Таблица 1

Группировка стран по темпам прироста МВР (все резервы, среднегодовое значение за период) и доле золота в МВР (среднегодовое значение за период)

№	Интервалы по средним темпам прироста международных резервов за 2000–2014 гг., %		Кол-во стран, вошедших в интервал группировки по международным резервам	Доля стран от общего кол-ва стран, %	Количество стран, вошедших в интервал группировки, активно увеличивающих золотые резервы (средний темп прироста золота в тоннах (2000–2014 гг.) более 0,2% в год)	Доля стран, активно накапливающих монетарное золото в данных группах, %
	Нижний	Верхний				
1	-43,69	-1,00	32	17,8	5	15,63
2	-1,00	1,00	8	4,4	0	0,00
3	1,00	10,00	92	51,1	23	25,00
4	10,00	62,45	48	26,7	12	25,00
Итого			180	100,00	40	22,22

Источник: составлено на основе данных МВФ и Всемирного золотого совета.

Государства, практикующие фиксированный валютный курс, также увеличивали валютные резервы в среднем на 6% в год, но темп прироста золотого запаса был у этой группы в два раза ниже. Наибольшие темпы (более 10% в год) прироста МВР показали страны с прочими режимами валютного курса, но золотой запас этих стран (в тоннах) практически не увеличивался. У стран с плавающим валютным курсом снижался объём золота в МВР (в тоннах), но при этом сам размер МВР рос (более чем на 3% в год).

В итоге вырисовывается следующая картина: валютную либерализацию большинство государств воспринимает как дестабилизирующий фактор, угрозу своим национальным финансо-

Таблица 2

Группировка стран по типу режима валютного курса, темпам прироста МВР (все резервы, среднее значение за период) и доле золота в МВР (среднее значение за период)

Группа в соответствии с режимом валютного курса (ВК)	Количество стран в группе	Среднегодовое значение прироста МВР по группе, %	Среднегодовое значение прироста золота (в тоннах) в МВР, %
1 Фиксированный ВК	22	5,78	3,37
2 Переходный ВК	81	6,44	6,80
3 Плавающий ВК	65	3,33	-0,50
4 Прочий режим управляемого ВК	16	10,39	0,16

Источник: составлено на основе данных МВФ и Всемирного золотого совета.

вым системам. В то же время при адекватном регулировании движения инвестиционных потоков она может принести определённые положительные результаты.

Исследование динамики национальных финансовых рынков даёт возможность определить границы национальной финансовой безопасности, понимаемой как способность сглаживать колебания на национальных финансовых рынках, вызываемые извне. Разработка инструментов, позволяющих «увидеть» ещё только зарождающиеся риски, оценить масштаб и спрогнозировать последствия рисков, уже проявившихся, – задача и актуальная, и сложная. Тем более не простой предстаёт проблема идентификации рисков, порождаемых либерализацией, и оценки их влияния на финансовые рынки России и стран СНГ, положение на которых отражается на глобальной финансовой стабильности⁴⁵.

Многообразие потенциальных источников нестабильности означает, что для оценки финансовых рисков необходима система финансовых показателей. Тестируя динамику показателей в определённом временном диапазоне, возможно диагностировать риски.

Из всего многообразия описанных выше рисков были выбраны следующие их типы:

– чрезмерная волатильность потоков капитала (иллюстри-

⁴⁵ Can You Make Global Financial Stability? Prepared by Peter Dattels, Rebecca McCaughrin, Ken Miyajima and Jaume Puig. June 2010. IMF Working Paper (WP/10/145).

руется динамикой отдельных структурных элементов счёта капитала);

– быстрый рост задолженности, номинированной в иностранной валюте, вследствие резкого обесценения национальной валюты (иллюстрируется показателями, характеризующими динамику долговых обязательств по секторам экономики);

– риск усиления неэффективности, вызываемой притоком иностранного капитала (отражается в динамике раздела «Товары» текущего счёта и международных резервов).

Для наглядности анализа ниже используется два типа графиков. Тестирование методики осуществлялось на примере стран СНГ (см. рис. 2).

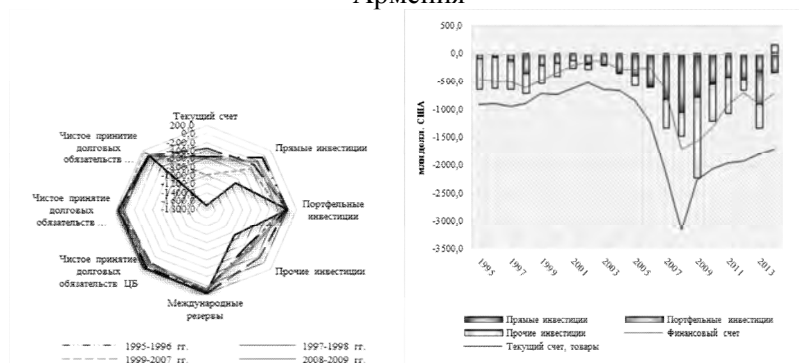
Рисунок 2

Диагностика рисков устойчивости национальных финансовых систем (на примере стран СНГ)

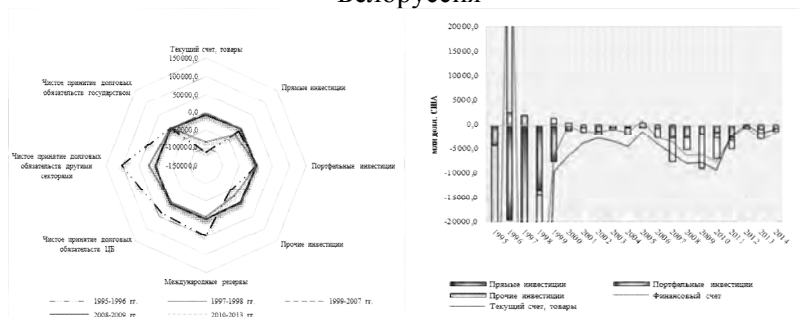
1 тип

2 тип

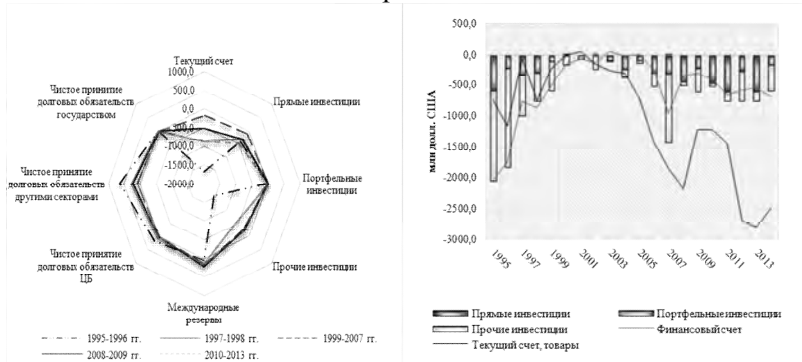
Армения



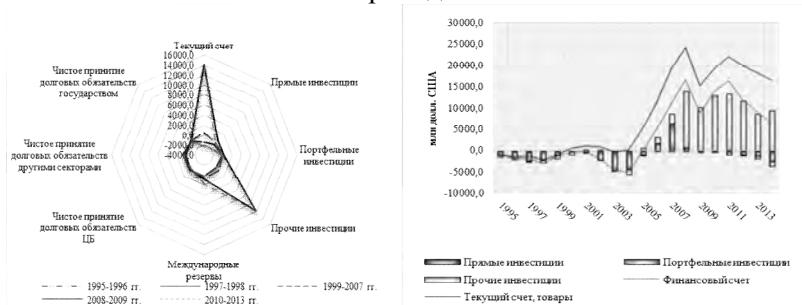
Белоруссия



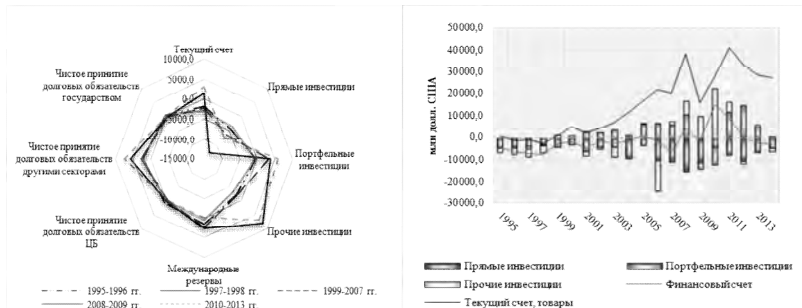
Киргизия



Азербайджан

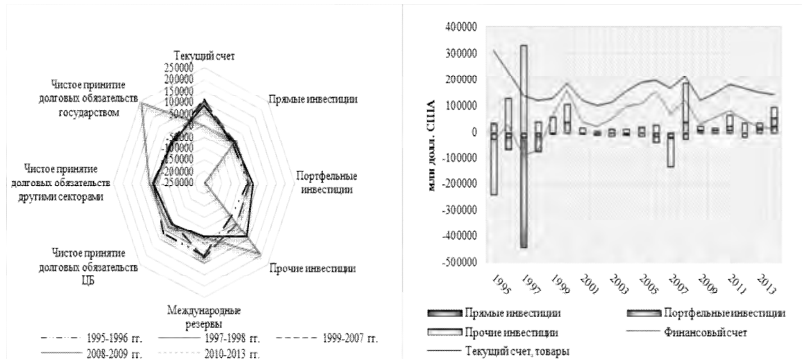


Казахстан



Первый тип графиков характеризует направленность и интенсивность рисков. Чем меньше в среднем резких изменений за периоды, тем стабильнее система и более устойчива перед глобальными кризисами. Вывод заключается в том, что риски достигли в последнее десятилетие стабильно высоких значений.

Россия



Источник: составлено по данным МВФ (<http://data.imf.org/>), данные скорректированы на индекс потребительских цен(2010).

Второй тип графиков иллюстрирует зарождение и формирование кризиса. Вывод, который вытекает из анализа графиков этого типа, заключается в том, что переломным периодом для всех стран СНГ стал 2004 г. На этом рубеже происходит резкий рост всех показателей, характеризующих риски.

Типы рисков, их концентрация и динамика распространения позволяют резюмировать, что действующие внутренние механизмы, поглощающие влияние глобальных финансовых рисков, малоэффективны. В указанных странах идёт процесс финансового разбалансирования.

* * *

Анализ показывает, что в СНГ финансовые системы не имеют достаточной прочности для безопасной интеграции в мировую систему. Внешнее воздействие глобальной финансовой системы пока не могут здесь эффективно преобразовывать. Соответственно, индивидуальная интеграция стран СНГ в мировую финансовую систему представляет собой достаточно рискованную стратегию, поскольку в одиночку государства СНГ не способны противостоять внешним шокам. Одним из возможных направлений действий этих стран могла бы стать разработка мер по региональной интеграции финансовых систем и формированию региональной валютной зоны.

ФИНАНСОВЫЙ СОЮЗ В КОНТЕКСТЕ КОНСОЛИДАЦИИ ЕВРОПЕЙСКОГО ЭВС

В последнее время под влиянием негативных последствий финансово-экономического кризиса активизировались усилия властей Европейского союза по консолидации европейского ЭВС. На саммите Евросоюза 24 октября 2014 г. главы государств констатировали, что «ключевое условие успешного функционирования Экономического и валютного союза – более глубокая координация экономической политики»⁴⁶. Соответственно признано необходимым «развивать конкретные механизмы более жёсткой координации экономической политики, конвергенции и солидарности». Чтобы разработать такие механизмы в резолюции саммита содержится поручение «четырёх председателям» (Председателю Европейской Комиссии Ж.-К. Юнкеру в тесном взаимодействии с Председателем Европейского совета Д. Туском, Председателем Еврогруппы Й. Дейссельблумом и Президентом ЕЦБ М. Драги) подготовить программу мер по преодолению системного кризиса, совершенствованию экономического управления в зоне евро⁴⁷.

Системный кризис зоны евро, выразившийся в сочетании финансового и институционального кризисов, а также кризиса конкурентоспособности, подтвердил актуальность комплексного подхода к его преодолению путём консолидации ЭВС, включая формирование банковского, финансового и налогового союзов.

Элементы новой конструкции ЭВС стали постепенно возникать и развиваться уже в 2012–2014 гг.

* Пищик Виктор Яковлевич, д.э.н., профессор кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ.

⁴⁶ Euro Summit, Brussels, 24 October 2014.

⁴⁷ В аналитической записке «четырёх председателей» к неформальному заседанию Европейского совета 12 февраля 2015 г. под названием «Подготовка к следующим шагам по улучшению экономического управления в зоне евро» утверждалось, что зона евро переживает системный кризис. См.: Preparing for Next Steps on Better Economic Governance in the Euro Area. Analytical Note. Informal European Council, 12 February 2015. P. 7.

1. С 27 сентября 2012 г. в зоне евро функционирует Европейский стабилизационный механизм (ЕСМ, European Stability Mechanism) как региональная международная организация, которая предоставляет финансовую поддержку странам-членам ЭВС в случае обострения финансовых проблем. ЕСМ служит элементом постоянно действующей страховой сети еврозоны с максимальной способностью заимствования в 700 млрд евро. ЕСМ выдаёт стабилизационные кредиты в рамках макроэкономических адаптационных программ (суверенные займы), реализует программы банковской рекапитализации, оказывает странам превентивную финансовую помощь, а также первичную и вторичную помощь, применяя рыночные инструменты.

2. В качестве элемента Банковского союза с 1 ноября 2014 г. в зоне евро действует Единый надзорный механизм (ЕНМ, Single Supervisory Mechanism), по прямому надзору за системно значимыми банками.

3. С 2012 г. в зоне евро применяется Процедура оценки макроэкономических дисбалансов (ПОМД, Macroeconomic Imbalance Procedure), которая позволяет заранее выявлять «точки» макроэкономической уязвимости отдельных стран к шоковым воздействиям и рекомендовать методы и инструменты их коррекции.

4. В 2011–2013 гг. проведена реформа Пакта стабильности и роста, которая укрепила механизм сглаживания действующих и предупреждения новых фискальных дисбалансов. Особая роль в новом механизме отведена мониторингу за бюджетными расходами и консолидации санкционного режима, который стал носить превентивный характер с постепенным увеличением бремени санкций для нарушителей бюджетной дисциплины. Цель нововведений – придать наложению санкций почти автоматический характер без принятия специальных решений.

Основная проблема формирования новой конструкции ЭВС в первой половине 2010-х гг., состояла в том, что принимаемые меры не были системными и их внедрение происходило с большим опозданием. По общему признанию, эти меры, возможно, и могли бы оказать позитивное воздействие на макроэкономическую ситуацию в зоне, если бы были приняты и реализованы

на 10 лет раньше, причём совместно и национальными, и наднациональными органами управления. Результатом стало резкое увеличение за период 2009–2014 гг. долговой нагрузки на экономику стран зоны евро – с 70 до 92% ВВП и возросший уровень безработицы за этот период – с 10 до 11,6% (до 23% – среди молодёжи).

Неблагоприятная ситуация в зоне евро побудила руководство Евросоюза выступить с новыми инициативами. В соответствии с резолюцией саммита ЕС от 24 октября 2014 г. и по результатам обсуждения реформирования ЭВС на неформальном заседании Европейского Совета от 12 февраля 2015 г. Председатель Европейской Комиссии Ж.-К. Юнкер в тесном взаимодействии с Председателем Европейского совета Д. Туском, Председателем Еврогруппы Й. Дейссельблумом, Президентом ЕЦБ М. Драги и Председателем Европарламента М. Шульцем подготовили и опубликовали 22 июня 2015 г. развёрнутый доклад «Завершение европейского Экономического и валютного союза». Документ, получивший название «Доклад пяти председателей», содержит амбициозный план консолидации ЭВС и завершения его создания в обновлённом виде к 2025 г.⁴⁸

Концепция нового консолидированного ЭВС на основе глубокой реальной конвергенции стран-членов объединения зиждется на следующих базовых постулатах.

1. Евро – не только валюта, а политический и экономический проект и поэтому требует солидарности всех его участников.

2. Проект евро окончательно реализуется лишь в том случае, если все его участники окажутся в выигрыше.

3. Выгода участия стран в зоне евро зависит от способности институциональных механизмов на национальном и наднациональном уровне противодействовать внутренним и внешним шоковым воздействиям путем справедливого разделения рисков внутри ЭВС.

4. Регулирование различных видов рисков требует создать соответствующие институциональные структуры.

⁴⁸ J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi, and M. Schulz. Completing Europe's Economic and Monetary Union, 2015.

Институциональную консолидацию авторы «Доклада пяти председателей» предлагают развивать по следующим направлениям:

- создание подлинного Экономического союза, в котором структурная совместимость национальных экономик обеспечивает их успешное развитие в рамках Валютного союза;
- формирование Финансового союза, гарантирующего разделение рисков между частным сектором и создаваемым наднациональным Банковским союзом, а также Союзом рынков капитала, которые должны завершить формирование европейского Экономического и валютного союза;
- создание Налогового союза с целью поддерживать фискальную устойчивость в зоне евро;
- формирование элементов Политического союза, который обеспечивал бы подлинную демократическую отчётность, легитимность и консолидацию институциональных основ в зоне евро.

Формирование четырёх союзов предполагает два этапа.

Этап 1 – «углубление ЭВС» (с 1 июля 2015 г. по июнь 2017 г.) предусматривает в краткосрочной перспективе выполнение ранее заключённых соглашений, направленных на повышение конкурентоспособности и структурной конвергенции, завершение формирования Финансового союза, обеспечивающего ответственную налоговую политику на национальном и региональном уровне на основе прозрачной демократической отчётности.

Этап 2 – «завершение формирования ЭВС» (с 1 июля 2017 г.) предусматривает конкретные долгосрочные меры стратегического характера с целью завершения создания экономической и институциональной инфраструктуры европейского Экономического и валютного союза. Предполагается, что на втором этапе выполнение мер по конвергенции на основе официально согласованных критериев будет носить для стран более обязательный характер, чем в настоящее время.

Как отмечается в пресс-релизе Европейской комиссии в связи с публикацией «Доклада пяти председателей», на финальном этапе, который завершится после мероприятий первого и второго этапов, но не позднее 2025 г., будет создан «глубокий и под-

линный ЭВС». В результате обновлённый ЭВС с единой валютой станет для всех стран-членов объединения «стабильным и процветающим экономическим пространством»⁴⁹.

В настоящее время «Доклад пяти председателей» обсуждают на уровне правительственных органов стран-членов ЕС и руководства Евросоюза. 23-24 июля 2015 г. в Люксембурге во время неформальной встречи министров и госсекретарей по европейским делам стран ЕС под председательством Министра иностранных и европейских дел Люксембурга Ж. Ассельборна с участием заместителя Председателя Европейской Комиссии Ф. Тиммерманса была отмечена своевременность «Доклада пяти председателей», а также политическая и экономическая значимость его предложений для перспектив ЭВС. По мнению Ж. Ассельборна, греческий кризис 2015 г. вновь показал необходимость углублять и расширять сотрудничество, несмотря на то, что инструменты и механизмы, выработанные с начала финансово-экономического в Евросоюзе, уже позволили ему повысить устойчивость к макроэкономическим потрясениям. Участники совещания пришли к выводу, что свой вклад в укрепление Экономического и валютного союза должны внести все 28 стран Евросоюза, поскольку такие фундаментальные процессы, лежащие в основе консолидации ЭВС, как завершение создания единого внутреннего рынка товаров, услуг, трудовых ресурсов и капитала имеют решающее значение для успешного развития всех стран-членов ЕС. В то же время сохраняется озабоченность возникшей проблемой «взаимного доверия» между странами-членами зоны евро и возможными социально-экономическими последствиями новой программы действий. По мнению Н. Шмита, министра труда, занятости, социальной защиты и солидарной экономики Люксембурга, важно сбалансировать изменения системы экономического управления так, чтобы одновременно содействовать развитию социального измерения стран ЕС, а не просто реформе рынка труда⁵⁰.

* * *

⁴⁹ European Commission – Press release, Brussels, 22 June 2015. URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5240_en.htm.

⁵⁰ URL: <http://ambruslu.com/novosti-lyuksemburga/>.

В последнее время в Евросоюзе под влиянием противоречивых результатов функционирования ЭВС и обострения системных региональных проблем происходит переосмысление подходов к регулированию интеграционных процессов, стимулированию экономического роста и занятости, обеспечению финансовой устойчивости. В частности, формируемый в регионе Союз рынков капитала призван повысить конкурентоспособность европейского финансового рынка, оптимизировать его структуры, в том числе за счёт рыночных инструментов (акций и облигаций) фондирования инвестиций нефинансовых компаний, малого и среднего бизнеса. Наряду с этим, в программе действий, изложенной в «Докладе пяти председателей», содержатся конкретные рекомендации по консолидации институтов управления интеграционными процессами, что нашло своё выражение в концепции «новой реальной конвергенции». В документе предлагается ряд институциональных реформ, включая повышение исполнительной дисциплины стран при выполнении решений органов Евросоюза, а также завершение формирования ЭВС путём создания новых институтов – Финансового, Банковского и Налогового союза, Казначейства зоны евро. Особое значение в концепции конвергенции придаётся формированию элементов Политического союза, которые обеспечивали бы подлинную демократическую отчётность, легитимность и консолидацию институтов зоны евро.

*В.А. Оленченко**

ЕВРО И БРЕКЗИТ

В настоящее время процессы в глобальной экономике большинство политиков, экспертов и исследователей считают непредсказуемыми. Используют также понятие «турбулентность». Кажется, и то и другое неудобно всем, создавая предметные трудности. Риторически можно спросить, почему бы не выбрать такой общий подход, который обеспечивал бы возвращение

* Оленченко Владимир Анатольевич, к.ю.н., с.н.с. Центра европейских исследований Института мировой экономики и международных отношений РАН.

глобальной экономики в состояние предсказуемости? Напрашивается ещё один риторический вопрос: непредсказуемость стихийна и неуправляема или рукотворна и целенаправленна?

По последнему вопросу авторитетные эксперты кивают в сторону финансового капитала, намекая на то, что следует, в первую очередь, рассматривать его роль в исследовании причин нестабильности и непредсказуемости глобальной экономики. Наиболее обстоятельно и аргументировано это соображение высказывает известный французский экономист Томас Пикетти. Более того, он предлагает именовать современную стадию развития экономики как финансовый капитализм⁵¹. Финансовый капитализм, если условно согласиться с таким понятием, требует ряд уточнений, в частности, важно определить: связан ли он с конкретными валютами или это феномен, применяемый для любых валют?

Мнение Пикетти созвучно постоянным обсуждениям в СМИ, в политических и научных кругах вопроса о реформе международной финансово-валютной системы. Понятно, любые реформы не могут не затрагивать евро и фунт стерлингов, как и взаимоотношения между ними. Отчуждение между Брюсселем и Лондоном обычно рассматривают через призму разницы в подходах к политическим, социальным и общеэкономическим проблемам.

Уточнить масштабы расхождений позволяет конкуренция евро и фунта стерлингов. Обе валюты имеют статус резервных. Обе обладают не только европейским, но и глобальным применением. Более того, за ними закреплены свои зоны влияния: существуют зона фунта стерлингов и зона евро. Однако, динамика их, как и история, разная. Стерлинговая зона сужается, еврозона расширяется. Тем не менее, лондонский Сити – авторитетный международный финансовый центр, который стремится к экспансии. Так, британские финансовые учреждения расширили операции с китайским юанем задолго до признания его резервной валютой.

Случайно ли вопрос о присоединении к зоне евро подняли

⁵¹ Piketti, T. Capital in the Twenty-First Century. The Belknap Press of Harvard University Press. Cambridge, Massachusetts. London, England, 2014. P. 474.

именно лейбористы? Кажется, им просто выпала такая роль. Евро как единая валюта ЕС была введена в обращение 01.01.2002 г.⁵² Лейбористы в тот период находились у власти, а Британия не могла не отреагировать на появление единой европейской валюты⁵³. Дискуссия вокруг перспектив евро вызвала широкий резонанс в британском обществе и финансовых кругах. В частности, одной из главных тем были сомнения, что евро, и в более широком плане зона евро, могли бы выступать в качестве фундаментального инструмента политики монетаризма, популярной в Великобритании.

Эта дискуссия прошла наиболее активную фазу в 2003 г. и сопровождалась острой полемикой внутри правящей лейбористской партии. Сторонников введения евро представлял премьер-министр Тони Блэр⁵⁴, противников олицетворял Гордон Браун⁵⁵.

По инициативе Г.Брауна британские финансовые эксперты подвергли евро стресс-тесту. Они в то время пришли к выводу, что евро сомнителен с точки зрения глобальной конвертации и не демонстрирует качеств устойчивости к стрессам. В конечном итоге Британия решила, что присоединяться к еврозоне нецелесообразно. Отказ от введения евро представлял собой не просто акт несогласия. Он стал толчком к масштабной реформе по изменению финансовой архитектуры Великобритании и укреплению позиций фунта стерлингов.

Обстоятельства отказа от евро свидетельствуют о том, что основным его оппонентом выступили британские финансовые круги, заинтересованные сохранить валютную самостоятельность фунта стерлингов. Вряд ли отторжение евро можно отнести к личным заслугам Г. Брауна, который до казначейства профессионально не занимался финансами и не имел соответствующ-

⁵² Экономика Европейского Союза. Под ред. Р.К. Щенина. Кнорус, Москва, 2012. С. 184-185.

⁵³ Лейбористы находились у власти с 1997 по 2010 гг.

⁵⁴ Тони Блэр (06.05.1953 г.) лидер Лейбористской партии Великобритании и 73-й по счёту премьер-министр Великобритании в 1997–2007 гг. Личный сайт Тони Блэра. URL: <http://www.tonyblairoffice.org/>.

⁵⁵ Гордон Браун возглавлял Лейбористскую партию и был премьер-министром Великобритании с 2007 по 2010 гг. До этого в течение 10 лет (1997–2007 г.) являлся руководителем казначейства.

шего базового образования⁵⁶. Британское решение также означало, хотя и публично не оглашалось, начало конкурентной борьбы между евро и фунтом стерлингом.

Косвенным доказательством предположения об отношениях конкуренции между евро и фунтом могут быть этапы развития и правового оформления идеи референдума о членстве Британии в ЕС.

Так, неофициальные предположения о возможности референдума стали проскакивать в британском информационном пространстве ещё в 2007 г., что совпадает с началом глобального финансово-экономического кризиса, когда экономики ведущих стран мира стали демонстрировать признаки экономического спада. Из них наиболее устойчиво выглядела Германия, которая подавала надежды наиболее раннего выхода из кризиса. В этом контексте имело значение то, что Германия больше других олицетворяет евро, ведь германские успехи создают для евро конкурентные преимущества перед остальными резервными валютами.

Публичным признанием идеи референдума о целесообразности членства Британии в Евросоюзе стало внесение консерваторами в 2011 г. в британский парламент этого вопроса. Инициатива консерваторов пришлась на переход в публичную открытую фазу кризиса суверенного долга Греции.

Придание государственного значения идее референдума произошло в январе 2013 г., когда наблюдался пик международных спекуляций в отношении судьбы евро, которому прочили апокалиптические сценарии. Намерение провести референдум было обнародовано британским премьером Д. Кэмероном в лондонском филиале американского экономического агентства Bloomberg и стало ключевым пунктом программы правящей Консервативной партии⁵⁷.

Консерваторы – «евроскептики» после победы на парламентских выборах в мае 2015 г. почти сразу подтвердили при-

⁵⁶ Личный сайт Гордона Брауна. URL: <http://www.gordonbrown.com/>.

⁵⁷ См. полный официальный текст выступления Д. Кэмерона: David Cameron's EU speech – full text. URL: <http://www.theguardian.com/politics/2013/jan/23/david-cameron-eu-speech-referendum>.

верженность идее референдума и приступили к его законодательному оформлению. Срочное заявление консерваторов в мае 2015 г. по референдуму было обусловлено, в том числе, приоритетами во внешней политике. Вольно или невольно это создавало ещё один весомый вектор давления на евро в преддверии летнего кризиса 2015 г., вызванного неспособностью Греции погасить свои суверенные долги.

В целом сопоставление публичных действий Британии в отношении референдума о членстве в ЕС с обстановкой вокруг евро показывает, что британские шаги приходились на пики обострения ситуации с евро, когда нарастали сомнения в устойчивости евро и Евросоюза в его нынешнем виде. Происходило ли это случайно или было так рассчитано, требует дополнительного обстоятельного исследования. Во всяком случае, авторитетные российские экономисты, к примеру, Владимир Май, полагают, что последние годы были для евро критическими в смысле того, выдержит ли эта валюта испытание разного рода кризисами и сохраниться ли как резервная. Считается, что в 2015 г. европейская валюта сумела доказать свою устойчивость⁵⁸.

Оценки, которые получают распространение в странах-членах ЕС, не относящихся к ведущим, свидетельствуют о том, что инициатива Британии по проведению референдума, им не до конца понятна. У прибалтийских стратегов, например, вызывает недоумение, почему Британия из-за организационно-технических, на их взгляд, вопросов пришла к решению о проведении общегосударственного референдума, хотя их можно было решить переговорным путём⁵⁹.

В свою очередь, автор полагает, что причина референдума состоит в том, что британский истеблишмент озаботился размыванием роли Британии в Евросоюзе, вплоть до уравнивания в какой-то степени с малыми и небольшими европейскими государствами. В более широком плане, если подойти к Евросоюзу как к микромодели глобализации, то действия Британии мо-

⁵⁸ В. Май. «Мир выходит из кризиса». Ведомости от 22.01.2016. С. 6-7. URL: <https://e.mail.ru/message/14534376570000000540/>.

⁵⁹ См. сайт Института стратегических исследований Латвии. URL: <http://liia.lv/en/blogs/the-brexite-dilemma-a-baltic-perspective/>.

жно воспринять как косвенное признание того, что глобализация в её нынешнем виде приближается к исчерпанию своего потенциала, и следует задумываться о моделях дальнейшего развития. Во всяком случае подобные предположения можно обнаружить у многих исследователей, в частности, так думает В. Май⁶⁰. Видимо, первый шаг в движении к постглобализационному обществу Британия хотела бы сделать через реформу Евросоюза или вне его.

Безусловно, наиболее твёрдым основанием национальных компетенций в области управления экономиками выступает национальная валюта, а тем более, когда она обладает статусом мировой резервной валюты. Вполне очевидно, что обстоятельства, формирующие отношение к евро и Евросоюзу в целом в Великобритании, в основном связаны с состоянием глобальной экономики. Характерно, что её ухудшение и, главное, нестабильность, приобретающая хронический характер, противники евро подают как убедительный аргумент.

Перед референдумом нарастало влияние британских евро-скептиков. Однако в их программах тема евро прямо не присутствовала. Нельзя исключать, что реформы Евросоюза в их понимании должны, помимо всего прочего, снизить преимущества евро перед фунтом стерлингов на европейском рынке и повысить британскую конкурентоспособность. Видимо, поэтому они не испытывали необходимость детализировать свои планы. Возможно, ожидалось также снижение консолидации европейского рынка, так как евро – инструмент интеграции в том смысле, что создаёт условия для экономии на курсовых издержках.

Эффект евро как инструмента экономии курсовых издержек становится заметным только при определённых масштабах бизнеса. Население не должно прямо ощущать данный эффект, но может частично – в зависимости от колебания курса валют, в том смысле, что падение курса повышает покупательную способность населения и, наоборот. В равной мере это относится и к фунту стерлингов. Следовательно, негативное отношение к евро в Британии – это в основном мнение британского капитала.

⁶⁰ В. Май. Мир выходит из кризиса. Ведомости от 22.01.2016 г. С. 6-7. URL: <https://e.mail.ru/message/14534376570000000540/>.

Устоявшимся фактом и сложившимся состоянием дел воспринимается то, что Британия, будучи членом ЕС, отказывалась от присоединения к зоне евро. Возникал парадокс. Идея саморазвития Евросоюза в качестве ориентиров предполагает уровень или цель, когда все члены ЕС приобретут статус члена зоны евро. Во всяком случае, они должны двигаться в этом направлении, поскольку такова генеральная линия интеграции. Вместе с тем, часть стран (Швеция, Великобритания) официально отказались. В последнее время отложили вопрос о переходе на евро и такие страны как Чехия, Польша, Венгрия под влиянием кризиса суверенного долга Греции.

Предположим, что перечисленные страны изменили или изменят своё мнение. Возникнут ли у них технические или организационные препятствия? Таковые не просматриваются ни у Швеции, ни у Чехии, ни у Польши, ни у Венгрии, то есть они не содержатся ни в организации их экономик, ни в их правовом регулировании, ни в их традициях. Следовательно, перспективы введения евро в названных странах не выглядят закрытыми.

Особый случай – Британия. Её финансовая система представляет собой англосаксонскую модель финансирования экономики, в то время как экономика зоны евро и в целом Евросоюза относится к континентальной модели. Кроме того, а может, прежде всего, Лондон, как отмечалось выше, общепризнанный международный финансовый центр. Сфера его влияния или деятельности не исчерпывается Европой. Суммируя изложенные выше различия между Британией и ведущими странами Евросоюза, некоторые авторы склонны в более широком плане говорить об англосаксонском и континентальном капитализмах, имея в виду в целом систему построения и управления экономикой и жизнью общества⁶¹.

Можно констатировать, что британский референдум о целесообразности членства в Евросоюзе приобрёл характер фактора европейской политики. Он прошёл стадии от декларации до политического решения.

Изложенные рассуждения содержат достаточно предпосы-

⁶¹ См., например, сайт – URL: <http://www.cer.org.uk/insights/defence-anglo-saxon-capitalism>.

лок, чтобы считать гипотезу противостояния евро и фунта стерлингов реальной и обоснованной в части действительного предназначения британского референдума. Продолжение исследования этой гипотезы может оказаться полезным и в теоретическом, и в практическом аспектах. Интересен теоретический аспект того, как могут дальше уживаться две резервные валюты. В практическом плане углубление разработки этой гипотезы может содействовать пониманию того, чего конкретно могут добиваться британцы, отвергая ЕС в его нынешнем виде.

*И.Н. Платонова**

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМА ТРАНСГРАНИЧНЫХ МЕЖБАНКОВСКИХ РАСЧЁТОВ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Мировой финансово-экономический кризис, который начался в США в 2007–2008 гг., обострил проблемы современной валютной системы, выявил её неспособность обеспечить относительную стабильность валютно-экономических отношений в мире. В этой связи активизировались дискуссии о роли доллара как мировой валюты и сохранении его статуса как основной резервной валюты. Проекты реформирования мировой валютной системы, отход от гегемонии доллара в международных расчётах и предложение об использовании национальных или композитных валют, таких как СДР, вызвали существенную озабоченность у монетарных властей США.

В целях сдержать отход от использования доллара в международных экономических отношениях США затормозили выполнение решений, принятых на антикризисном саммите G-20 в Лондоне в 2009 г., о реформе мировой валютной системы, включая расширение перечня валют, используемых в качестве резервных. Усилить позиции доллара США пытаются также жёсткими мерами по отношению к странам, не выполняющим

* Платонова Ирина Николаевна, д.э.н., проф., заведующая Кафедрой международных экономических отношений и внешнеэкономических связей МГИМО МИД России.

решения американской Администрации.

Именно роль доллара как ключевой валюты в расчётно-платёжных и валютно-кредитных операциях на основных товарных рынках и, в первую очередь, при сделках по покупке и продаже энергоносителей, позволяет США ужесточать контроль над денежными потоками, которые не отвечают американским геополитическим интересам.

Демонстрацией возможностей монетарных властей США оказывать давление на глобальные иностранные банки стали ограничения для французского банка BNP Paribas при проведении долларовых платежей для своих клиентов в Нью-Йорке, а также при операциях по взаимным обязательствам между продавцами и покупателями ценных бумаг в нефтегазовом сегменте сроком на 1 год. Эти меры затрагивают структуры французского банка не только в Нью-Йорке, но и в Женеве, Париже, Сингапуре, Милане и Риме⁶². Признав свою вину по делу о нарушении санкций, наложенных властями США на Иран, Кубу и Судан, французский BNP Paribas выплатил штраф в размере 8 970 млн долл.

Само определение причины ограничений, – международные сделки, идущие вразрез с американскими санкциями против других государств, – стало сигналом для европейских кредитных организаций диверсифицировать валюты в международной торговле. Принимая во внимание, что уже на 6 крупнейших банков ЕС были наложены штрафы, финансово-кредитные институты во всём мире, испытывая не только страх от возможных взысканий, но и отключения от долларовых счетов, стараются соблюдать американские ограничительные меры. Включение России в санкционные списки не только лишило российские банки и ряд промышленных корпораций внешнего финансирования, но и привело к замедлению процедур технического оформления сделок, к усилению контроля за проведением платежей в пользу предприятий, на которые распространяются санкции.

Ещё большего контроля над движением денежных потоков на мировом валютно-финансовом рынке США добились после

⁶² Пильщиков И. Власти США ограничили проведение ряда долларовых транзакций банком BNP Paribas. ИТАР ТАСС, 01.07.2014. URL: <http://itar-tass.com>.

принятия нового налогового закона – Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA), который требует от всех финансовых компаний-нерезидентов информировать о счетах американских резидентов и лиц, ими контролируемых, по операциям получения доходов от источников в США. Закон предусматривает санкции к тем иностранным банкам, которые официально не приняли обязательства выполнять это требование. Суть санкций состоит в том, что они предусматривают автоматическое удержание 30%-го налога с дохода, полученного на территории США (а с 2017 г. – с доходов от продажи здесь ценных бумаг и транзитных платежей) с тех сумм операций, которые проводились с использованием корсчетов в американских банках.

Другой рычаг воздействия, который используют США по отношению к неугодным странам, – отключение от системы межбанковских расчётов SWIFT⁶³. Это было применено, в частности, к иранским банкам. Подобные меры заставляют экспортёров стран, подвергающихся американским ограничениям, пользоваться усложнёнными схемами расчётов, что существенно повышает операционные издержки.

Для их снижения государства стремятся разрабатывать и использовать собственные национальные платёжные системы (НПС). Эта задача поставлена в настоящее время и перед ЦБ РФ после введения со стороны ЕС и США секторальных санкций против российских банков. В декабре 2014 г. ЦБ РФ начал предоставлять услугу по передаче финансовых сообщений в формате SWIFT по внутрироссийским операциям. Новый сервис реализован с целью обеспечить бесперебойную и безопасную передачу финансовых сообщений внутри страны, особенно в случае возможных критических ситуаций таких, как отключение от SWIFT⁶⁴.

⁶³ SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication основана банками 15 стран в 1973 г. Этой системой в настоящее время пользуется около 10 тыс. банков в 210 странах мира. Главная функция SWIFT состоит в передаче информации о движении денежных средств по корреспондентским счетам банков, которые заключили между собой соглашение о расчётах.

⁶⁴ ЦБ РФ стал предоставлять банкам услуги отечественного аналога SWIFT. Эксперт от 26.12.2014. URL: <http://expert.ru/2014/12/26/tsb-rf-stal-predostavlyat-bankam-uslugi-otechestvennogo-analoga-swift/>.

Создание национальных платёжных систем способствует интеграции национальных валют в международную расчётную систему. В число стран, которые стремятся ускорить этот процесс входит, в частности, Китай. Возможность регулировать, контролировать международные расчёты и обеспечивать их безопасность учитывалась при создании в КНР в 2002 г. национальной ПС China UnionPay (CUP) для платежей и расчётов преимущественно на территории КНР и граничащих с ней государств. В настоящее время CUP объединяет около 400 кредитных организаций. Китайской платёжной системе удалось обойти Visa по совокупному объёму транзакций и выйти на 1-е место в мире. В 2010 г. объёмы межбанковских транзакций по картам китайской ПС достигли 11,2 трлн юаней (рост за год составил 46%). Согласно статистике, в 2013 г. система обслуживала более 3,4 млрд карточек⁶⁵. Признанием успешного опыта Китая по выпуску собственного платёжного инструмента является тот факт, что карточки CUP принимают в 150 странах за пределами Китая.

Возможность использовать китайскую ПС в России появилась в 2007 г., а в 2013 г. ООО «ЮнионПэй» включено в реестр операторов ПС РФ. Пластиковую карту CUP обслуживает целый ряд крупных российских банков: Газпромбанк, ВТБ, Банк Москвы, Ситибанк и др. Для дальнейшего укрепления позиций юаня в международных расчётах руководство НБК приняло решение создать инфраструктуру, аналогичную SWIFT.

30 ноября 2015 г. МВФ признал китайский юань в качестве четвёртой резервной мировой валюты (помимо доллара, евро и йены). В тех государствах Юго-Восточной Азии, где национальная валюта слаба, в настоящее время китайские юани часто служат альтернативной валютой для расчётов. В результате постепенно происходит формирование зоны юаня. Несмотря на то, что большая часть международных платежей совершается в USD и EUR, RMB (юань) уже обрёл статус региональной валюты, и доля платежей в нём растёт (данное явление было названо рэнменбизацией (renminbiization))⁶⁶. В декабре 2015 г. плате-

⁶⁵ Подробнее: URL: <http://credit-card.ru/articles/other/china-unionpay.php>.

⁶⁶ Saidi N.H. «Establishing the BRICS Bank is a momentous event». The World

жи в юанях возросли по сравнению с концом 2013 г. на 20,3%.

Одновременно совершенствуется технология межбанковских расчётов. Народный Банк Китая, используя опыт Евросоюза, создал несколько систем по обмену платежами между банками: Крупностоимостная ПС (HVPS), Валовая электронная ПС (BEPS), Система чековых расчётов (CIS), ПС интернет-банкинга (IBPS), Китайская внутренняя система платежей в иностранной валюте (CDFCPS). Из них HVPS, BEPS и IBPS являются составными частями Главной Национальной платёжной системы – НПС Китая (CNAPS).

НБК 8 октября 2015 г. объявил о запуске первой очереди Трансграничной межбанковской платёжной системы (Cross-Border Interbank Payment System, CIPS), которая представляет собой весьма современный клиринговый механизм платежей в юанях как внутри страны, так на международном уровне.

CIPS создавалась в соответствии с внутренними «принципами строительства инфраструктуры денежно-кредитного рынка Китая», а также международными принципами контроля. Управление данной платёжной системой возложено на Шанхайскую компанию с ограниченной ответственностью по трансграничным межбанковским платёжным расчётам, которая определяет минимальную сумму для непосредственного участника CIPS, чтобы поддержать достаточность денежных средств на счёте. Первая группа непосредственных участников CIPS включает 19 китайских и зарубежных банков⁶⁷. Группа косвенных участников онлайн расчётов CIPS включает 38 национальных и 138 находящихся за рубежом банков в Азии, Европе, Океании и Африке.

Каждый непосредственный участник имеет точку доступа, что позволяет сократить прохождение расчётов и повышает их

Post от 07.21.2014. URL: http://www.huffingtonpost.com/dr-nasser-h-saidi/the-brics-bank-signals-th_b_5604294.html.

⁶⁷ К числу непосредственных участников CIPS относятся: Торгово-промышленный банк Китая, Сельскохозяйственный банк Китая, Банк Китая, Строительный банк Китая, Банк коммуникаций, Банк «Чжаошан», Банк развития зоны Пудун, Банк «Мишень», Индустриальный банк, Банк «Пингань», Банк «Хуася», HSBC (Китай), Citibank (Китай), Standard Chartered Bank (Китай), DBS Bank (Китай), Deutsche Bank (Китай), BNP Paribas (Китай), Банк Австралии и Новой Зеландии (Китай) и Банк Восточной Азии (Китай).

эффективность. Вместе с тем использование международного стандарта сообщений ISO20022 позволяет обеспечить участникам сквозную обработку трансграничных операций, сопряжение их с аналогичными платёжно-расчётными системами. Операционное время CIPS покрывает все часовые пояса основных территорий, где проводятся операции с юанями – Европа, Азия, Африка и Океания. Однако отдельные эксперты отмечают выпадение территории США из операционного времени CIPS. В целом функционирование CIPS будет способствовать не только продвижению трансграничных операций в юанях, но и усилению контроля над этими операциями, а также клиринговыми расчётами и операциями с офшорным юанем Гонконга.

Наряду с формированием собственного платёжно-расчётного механизма в стране активно реализуется политика, направленная на большую независимость финансовых институтов. Одним из последних её проявлений стал Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АБИИ), который был официально основан Китаем в октябре 2014 г. Уставный капитал АБИИ составит 100 млрд долл., первоначальный акционерный капитал – 50 млрд долл. На первый квартал 2015 г. его членами были 35 государств (из них 7 европейских), в том числе Индия и Бразилия. Также своё желание вступить в Банк выразили 23 страны, среди которых Россия и Южная Корея. Япония, ранее отказавшись присоединиться к Банку под влиянием США, сейчас пересматривает свою позицию совместно с Австралией в сторону сотрудничества с АБИИ. Банком также заинтересовались несколько арабских государств⁶⁸.

Создание этого финансового института должно упрочить позиции юаня в регионе и усилить экономическое и политическое влияние Китая на страны ЮВА, сформировать условия для расширения использования юаня в инвестиционных целях. Аккумулирование в АБИИ значительных валютных резервов позволит составить конкуренцию существующим структурам (МВФ, ВБ и АБР) при осуществлении крупномасштабных проектов.

⁶⁸ Ляликова А. Россия присоединится к Азиатскому банку инфраструктурных инвестиций. РБК от 28.03.2015. URL: <http://top.rbc.ru/politics/28/03/2015/5516365e9a794722a8dc0635/>.

НЕРЕШЁННЫЕ ПРОБЛЕМЫ СТАНОВЛЕНИЯ ЮАНЯ КАК РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТЫ

После 2010 г. Китай активно проводил курс на интернационализацию своей валюты. Его успехом стало решение Совета директоров МВФ в ноябре 2015 г. включить юань (жэньминьби) в состав корзины валют СДР и о возможном её признании глобальной резервной валютой с 1 октября 2016 г. Данное решение МВФ неизбежно вызовет серьёзные изменения в мировой валютной системе и характере управления ею. Однако пока остаётся неопределённым, будут ли они положительными или негативными.

Выгоды и угрозы для Китая

Для интернационализации юаня в Китае выбрали модель «торговые расчёты плюс оффшорный рынок». Такой подход в наибольшей степени соответствовал модели экономического роста, ориентированной на экспорт. Она допускала сохранение в Китае валютных ограничений в течение продолжительного периода времени⁶⁹. Изначально в Китае признавали, что применение данной модели сопряжено со значительными рисками, неопределённостями и может не привести к желательным результатам. Во многом выбор модели интернационализации юаня «торговые расчёты плюс оффшорный рынок» был обусловлен предположением, что она позволит стране рассчитывать на ряд важных преимуществ:

- получить сеньораж в форме более низких процентных расходов, более низкой суверенной премии, повышенного внешнего спроса на национальные активы и т.п.;
- проводить более мягкую (стимулирующую) монетарную политику, позволяющую в меньшей степени реагировать на экзогенные шоки;

* Кузнецова Валентина Вильевна, к.и.н., доцент МГУ им. М. В. Ломоносова.

⁶⁹ Xu Qiyuan, He Fan. The influence of rmb internationalization on the Chinese economy: theory and policy. Centre for International Governance Innovation papers, 2015, February, № 58. P. 24.

- привлекать с мировых рынков и погашать фондирование в национальной валюте по минимально возможной цене;
- снизить вероятность долгового кризиса в силу наличия достаточного внешнего спроса на суверенные и квазисуверенные долговые обязательства;
- устранить валютный риск для хозяйствующих субъектов, что усиливает их международные конкурентные преимущества⁷⁰;
- ускорить финансовые реформы, необходимые для действительного становления юаня в качестве мировой резервной валюты; такие реформы позволили бы эффективнее разместить внутренние сбережения, распределить их между секторами экономики, расширить доступ малых и средних предприятий к кредиту и финансовому обслуживанию⁷¹;
- облегчить внешнюю экспансию китайского бизнеса и повысить конкурентоспособность экспортной продукции за счёт более низких издержек;
- увеличить спрос на китайскую валюту и нарастить валютные резервы юаня в странах-партнёрах, что равносильно кредитованию китайской экономики.

Вместе с тем обретение национальной валютой статуса глобальной резервной сопряжено и с рядом серьёзных ограничений. Именно по этим причинам несколько развитых экономик в своё время отказались включить свои валюты в валютную корзину СДР (например, Швейцария или Канада). К числу наиболее серьёзных ограничителей для страны-эмитента относятся:

- утрата прямого контроля над эффективностью внутренней монетарной политики, что обусловлено необходимостью учитывать в первую очередь экзогенные факторы (например, внешний спрос на суверенные долговые обязательства);
- усиление подверженности национальной экономики дестабилизирующим внешним шокам (включая отношение к рискам международных инвесторов), нейтрализовать негативное

⁷⁰ URL: <http://theconversation.com/rise-of-chinas-yuan-is-much-ado-about-little-48804>.

⁷¹ Prasad E. The Chinese renminbi is ready to take its place on the global stage. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7460b8d6-052d-11e5-8612-00144feabdc0.html#axzz3vas1UbU>.

воздействие которых страна может лишь, обладая непропорционально (по отношению к другим экономическим секторам) большим финансовым сектором;

- большее воздействие на динамику прибыльности хозяйствующих субъектов трансграничных притоков и оттоков капитала⁷²;

- высокая вероятность политического противодействия необходимым реформам, подрывающим материальные интересы могущественных групп интересов, и способного дестабилизировать экономическую ситуацию в стране;

- повышение степени непредсказуемости последствий мер финансовой политики.

Возможные последствия для мировой финансовой системы

Включение юаня в список глобальных резервных валют может иметь для мировой финансовой системы как положительные, так и негативные последствия. С точки зрения тех специалистов, кто положительно оценивает возвышение юаня, преимущества состоят в следующем⁷³.

1. Мировая финансовая система в долгосрочном периоде может выиграть от включения юаня в перечень резервных валют. Его расширение снизит чрезмерный упор на доллар США в трансграничных сделках. Это, в свою очередь, уменьшит концентрацию валютного риска по официальным активам и пассивам для всех мировых экономик, что положительно скажется на стратегиях и издержках управления ими.

2. Программа (своповых) кредитных линий, которую Китай предлагает странам Восточной Азии, по своей сути выступает субститутотом хранения казначейских обязательств США и дол-

⁷² URL: <http://theconversation.com/rise-of-chinas-yuan-is-much-ado-about-little-48804>.

⁷³ См., напр.: Wen Yi. The Making of an Economic Superpower – Unlocking China's Secret of Rapid Industrialization. Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper, 2015, № 006A. P. 157. URL: <http://research.stlouisfed.org/wp/2015/2015-006.pdf>. Wei Shang-Jin. The Renminbi's Role in the Global Monetary System. URL: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/Commentary-Wei.pdf>. Prasad E. The Chinese renminbi is ready to take its place on the global stage. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7460b8d6-052d-11e5-8612-00144feabdc0.html#axzz3vas1UbUl>.

говых суверенных обязательств развитых экономик в официальных резервах. Подобные соглашения Китай уже заключил примерно с двумя десятками стран, включая Австралию, Бразилию, ЮАР, Германию, Исландию – всего примерно на 500 млрд долл. Страны-участники таких соглашений получают альтернативный, а в ряде случаев дополнительный, доступ к чрезвычайной ликвидности в кризисных ситуациях⁷⁴.

3. Потребность хозяйствующих субъектов в экспорте сбережений и импорте капитала уменьшается (сжатие глобальных финансовых дисбалансов), что может сделать мировую финансовую систему более стабильной, а мировые валютные рынки – менее волатильными.

4. Включение юаня в список резервных валют может ускорить реформы мировой валютной системы, направления которой в последние несколько лет находятся в центре оживлённых международных дискуссий.

5. Если юань действительно станет глобальной резервной валютой к 2017 г., у стран мира расширится выбор валют, которые можно использовать в целях самострахования, финансовой стабилизации и мировой торговли. По мнению ряда специалистов, наступит конец эры доллара как единственной резервной валюты⁷⁵.

Тем не менее, весомы голоса экспертов, полагающих, что включать юань в валютную корзину СДР и наделять её статусом глобальной резервной валюты преждевременно⁷⁶. Включив юань в валютную корзину СДР, МВФ нарушил один из двух важнейших критериев выбора валют для корзины СДР – критерий «свободного использования» валюты. По этой причине включение юаня в перечень резервных валют способно обострить ряд уже проявившихся в мировой финансовой системе проблем и противоречий, а также создать новые:

– усилить конкуренцию между долларом США и валютой

⁷⁴ Raskin S.B. The Renminbi's Role in the Global Monetary System. URL: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/GeneralDiscussion-Prasad-Ye.pdf>.

⁷⁵ URL: <http://www.secretsofthefed.com/in-just-a-few-short-months-chinas-internationalization-of-the-yuan-growing-in-massive-leaps/>.

⁷⁶ См., напр.: Dahlman C.J. Global Challenges from the Rapid Rise of China. TMD Working Paper Series, № 04, 12012. P. 22.

КНР, что способно обострить валютные войны между основными участниками трансграничных операций, дестабилизировать мировую финансовую систему и, даже привести к распаду её нынешней архитектуры;

- возможность доступа к чрезвычайной международной ликвидности получают не все страны и не на рыночных условиях, а только те, у которых сложились хорошие политические отношения с Китаем, благодаря которым Народный Банк Китая (НБК) будет открывать им экстренные кредитные линии (заключать сделки валютных свопов)⁷⁷;

- принятие решений о необходимом объёме и структуре официальных инвалютных резервов, стратегий управления ими в большей степени, чем в настоящее время, сместится в политическую плоскость;

- страны, не являющиеся эмитентами глобальных резервных валют, вместо косвенной зависимости от финансово-экономической политики США будут вынуждены напрямую подстраивать свою финансово-экономическую политику под китайские интересы.

Нерешённые проблемы

МВФ объявил о включении юаня в валютную корзину СДР, но решение вопроса о придании ей статуса глобальной резервной валюты отложено до сентября 2016 г. За оставшееся время Китаю предстоит устранить ряд проблем. К числу важнейших вопросов относится, станет ли за это время юань действительно свободно используемой валютой. Это предполагает внесение существенных изменений в принципы, по которым происходят:

- 1) определение текущего обменного курса юаня (рыночный, «представительный», курс RMB/USD нужен для расчёта курса RMB/SDR⁷⁸;

⁷⁷ The Renminbi's Role in the Global Monetary System. URL: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/Commentary-Wei.pdf>.

⁷⁸ Сейчас «представительным» курсом выступает официальный оншорный курс юаня, рассчитываемый China Foreign Exchange Trading System, но он не является рыночным. При включении юаня в корзину СДР Фонду потребуются совместно с КНР определить, какой курс юаня следует использовать для расчёта курса СДР. Существуют различия между курсами оншорного и оффшорного RMB в силу капитального контроля и валютных ограничений. См.: Fun-

2) валютные ограничения, прежде всего по критерию резидентства, включая регулирование доступа нерезидентов на внутренний финансовый рынок и резидентов на внешние рынки;

3) манипулирование текущим номинальным обменным курсом юаня (хотя МВФ признал, что его текущий номинальный обменный курс более не является недооценённым, но последующее после этого постепенное ослабление китайской валюты вновь поставило в повестку дня вопрос, в какой степени страна использует валютную политику, чтобы извлечь конкурентные преимуществ и перенести «свои проблемы на соседей»);

4) разграничение оншорного и оффшорного обменных курсов юаня и каналов перетока между внутренним и внешними валютными рынками;

5) регулирование внутреннего и внешних финансовых рынков, которое позволяет проводить арбитражные сделки и извлекать дополнительные выгоды крупнейшим китайским банкам и их внешним партнёрам, получившим статус клиринговых банков по операциям с инструментами, номинированными в оффшорном юане.

Народный Банк Китая, управляя не только внутренним официальным обменным курсом юаня, но и номинальным обменным курсом оффшорного юаня, провоцирует череду девальваций валют стран, у которых сложились тесные внешнеэкономические связи с Китаем. Такие «валютные войны» могут вызвать: а) не только региональные валютные кризисы, но и существенно ухудшить ситуацию на мировых финансовых рынках; б) долговые кризисы как в ряде развитых экономик, так и в большинстве развивающихся стран, прежде всего в тех, которые накопили значительную задолженность перед Китаем; в) углубление дефляционных процессов в странах-импортёрах китайской продукции; г) сползание мировой экономики в затяжную рецессию.

МВФ признал, что юань может стать глобальной резервной валютой в 2016 г., но это не означает, что её использование в данном качестве получит быстрое распространение. Будут ли мировые центральные банки и инвесторы воспринимать юань

ke M. Assessing the CNH-CNY pricing differential: role of fundamentals, contagion and policy. BIS Working Papers, 2015, № 492. P. 26.

как резервную валюту, зависит от степени их доверия к китайской валюте. Правительства большинства стран, как правило, отказываются хранить свои резервы в валюте, динамика курса которой не зависит от экономических факторов⁷⁹.

Чтобы юань стал действительно валютой «свободного использования», Китаю, исходя из исторического опыта, предстоит: а) обеспечить нерезидентам и резидентам равный свободный доступ к валютным торгам; б) перейти на рыночное определение внутренних процентных ставок; в) отказаться от манипулирования обменным курсом и ввести режим гибко плавающего обменного курса; г) либерализовать капитальные операции, устранив административные валютные ограничения; д) заслужить доверие значительной доли зарубежных центральных банков с тем, чтобы они существенно увеличили свои вложения в активы, номинированные в юанях; е) расширить перечень инструментов, включая производные, номинированных в юанях и торгуемых на мировых рынках.

Пока в Китае не намечаются политически сложные реформы финансового рынка по указанным направлениям. По мнению ряда китайских специалистов, они не обязательны для Китая⁸⁰. В силу особенностей китайской финансовой системы «полная либерализация капитального счёта невозможна»⁸¹. Её субститутом может быть расширение и углубление оффшорных рынков юаня⁸².

* * *

Включение юаня в валютную корзину СДР, несомненно, окажет серьёзное воздействие на будущее развитие мировой финансовой системы и самого Китая. Вне зависимости от того, будет ли юань признан МВФ глобальной резервной валютой,

⁷⁹ URL: <http://theconversation.com/rise-of-chinas-yuan-is-much-ado-about-little-48804>.

⁸⁰ URL: <http://theconversation.com/rise-of-chinas-yuan-is-much-ado-about-little-4880>.

⁸¹ Xu Qiyuan, He Fan. The influence of rmb internationalization on the chinese economy: theory and policy. Centre for International Governance Innovation papers, 2015, February, № 58. P. 24.

⁸² Walsh K., Weir G. Internationalisation and the Evolution of Offshore RMB Centres: Opportunities for Sydney. Research Report, 2015, November. P. 154. URL: <http://www.cbe.anu.edu.au/research/rmb>.

станет ли важной региональной валютой в Восточной Азии, перспективы его эволюции будут зависеть от доверия к нему международных хозяйствующих субъектов. Пока можно наблюдать курс Народного Банка Китая на постепенную девальвацию юаня и рост недоверия резидентов и нерезидентов к валюте КНР, что сопровождается обвалами биржевых курсов, биржевой паникой, оттоком капитала из страны.

*Д.Е. Плисецкий**

ДОЛЛАРИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ РОССИИ И ЕЁ ВЛИЯНИЕ НА НАЦИОНАЛЬНУЮ ФИНАНСОВУЮ СИСТЕМУ

Широкое распространение во внутрироссийском денежном обороте наличной и безналичной иностранной валюты, преимущественно долларов США, в 1990-е гг. (в условиях утраты покупательной способности рубля и быстрой либерализации валютной сферы) привело к масштабной долларизации отечественной экономики⁸³. Иностранная валюта на фоне безостановочного обесценения рубля намного эффективней выполняла такие функции денег, как средство обращения, платежа и накопления. В результате к началу 2000-х гг. доля средств в иностранной валюте достигла почти 40% всех средств предприятий и населения на счетах и во вкладах, а объём накопленной населением наличной иностранной валюты, пересчитанный в рубли по текущему обменному курсу, более чем вдвое превысил величину наличных денег в обращении⁸⁴ (см. рис. 1, 2).

Со стабилизацией обменного курса рубля в начале 2000-х гг. долларизация российской экономики резко замедлилась, а в дальнейшем, вместе с укреплением платёжного баланса страны,

* Плисецкий Дмитрий Евгеньевич, к.э.н., заместитель руководителя аппарата Комитета Государственной Думы по вопросам собственности. Статья подготовлена при поддержке РГНФ в рамках проекта № 15-07-00063.

⁸³ Под термином «долларизация» подразумевается вытеснение рубля из внутреннего денежного оборота любой иностранной валютой.

⁸⁴ При расчёте показателей долларизации российской экономики учитывались только активы предприятий и граждан-резидентов РФ.

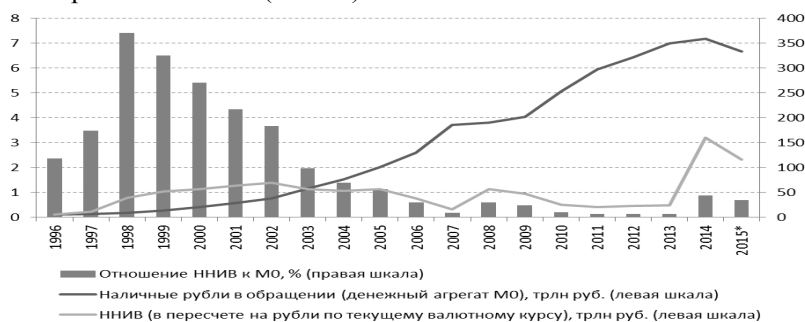
Рисунок 1

Средства предприятий и населения в иностранной валюте на счетах и во вкладах, в % от совокупного размера всех средств предприятий и населения на счетах и во вкладах⁸⁵



Рисунок 2

Динамика наличных рублей в обращении, накопленной наличной иностранной валюты (ННИВ) и их соотношения в 1996–2015 гг.⁸⁶



началась дедолларизация денежных отношений, вплоть до середины 2008 г. Этот период характеризовался кардинальным расширением использования рубля во всех сферах экономики и неуклонным вытеснением иностранной валюты из наличного денежного обращения. В частности, отношение денежной массы (денежный агрегат M2) к ВВП возросло в России за 2002–2007 гг. практически вдвое – до 39%, а отношение накопленной наличной иностранной валюты к наличным рублям упало со 183 до 9% (см. рис. 2, 3). В свою очередь, доля средств предприятий и населения в иностранной валюте на счетах и во вкладах умень-

^{85 86} Рассчитано на основе данных Банка России. По 2015 г. данные за первое полугодие.

шилась с 34 до 14%.

Разразившийся в 2008 г. глобальный финансовый кризис спровоцировал резкое падение курса рубля и массовый перевод рублёвых активов предприятий и населения в иностранную валюту. Показатель доли средств предприятий и населения в иностранной валюте на счетах и во вкладах возрос за 2008 г. более чем на 10 п.п. – с 14 до 27% (см. рис. 1). Однако быстрое улучшение внешнеэкономической конъюнктуры в 2009 г. и последовавшая за этим стабилизация валютного курса помогли затормозить возобновление долларизации. Показатели, характеризующие долю средств предприятий и населения в иностранной валюте на счетах и во вкладах, вновь вернулись к докризисным значениям.

Рисунок 3
Динамика денежной массы (денежный агрегат М2),
ВВП и их соотношения в России в 1996–2015 гг.⁸⁶



В 2014 г. на фоне введения западными странами в отношении России финансово-экономических санкций произошёл новый мощный виток долларизации отечественной экономики. Предпосылки этого процесса сформировались ещё в 2012–2013 гг., когда предприятия и население, несмотря на достигнутую макроэкономическую стабильность в стране, стали активно наращивать средства в иностранной валюте на счетах и вкладах (см. рис. 4). За указанный период их совокупный объём возрос на 47 млрд долл. и достиг к концу 2013 г. 181 млрд долл., что на треть превысило их значение по состоянию на конец 2011 г. В 2014–2015 гг. объём депозитов предприятий и населения в российской банковской системе увеличился ещё почти на 40 млрд

⁸⁶ Составлено на основе данных Банка России и Росстата.

долл., несколько уступив аналогичному показателю за 2012–2013 гг. Однако с учётом ажиотажного спроса на наличную иностранную валюту, объём покупок которой в 2014 – первом полугодии 2015 гг. составил в России более 26 млрд долл., совокупный прирост активов предприятий и населения в иностранной валюте достиг не менее 63 млрд долл.

Характерно, что в 2008 г., равно как и в 2012–2013 гг., реакция предприятий и населения на изменение макроэкономической конъюнктуры была сопоставимой. Однако затем в 2014–2015 гг. средства предприятий в иностранной валюте стали возрастать существенно более быстрыми темпами, чем аналогичные активы населения. Так, доля средств предприятий в иностранной валюте на счетах и во вкладах возросла в течение двух лет на 16 п.п. – до 36%, в то время как у населения этот показатель увеличился только на 11 п.п. – до 29% (см. рис. 1).

Рисунок 4

Динамика наличной иностранной валюты, средств предприятий и населения в иностранной валюте на счетах и вкладах в 2000–2015 гг.⁸⁷



В результате интенсивного наращивания активов в иностранной валюте объём средств предприятий на счетах и вкладах возрос в абсолютном выражении за 2014–2015 гг. на 35 млрд долл. и достиг 125 млрд долл. (см. рис. 4). Средства населения в иностранной валюте на счетах и вкладах увеличились за аналогичный период всего лишь на 4 млрд долл. – до 94 млрд долл. Вме-

⁸⁷ Данные Банка России.

сте с тем, если принять во внимание резко возросший спрос российских граждан на наличную иностранную валюту в 2014–2015 гг., разрыв в показателях долларизации рублёвых активов предприятий и населения оказывается уже не столь существенным.

Во второй половине 2015 г. темпы долларизации российской экономики замедлились, несмотря на дальнейшее снижение курса рубля, что может указывать на выжидательную позицию, занятую предприятиями и населением. Представляется, что существенное падение курса рубля выступает своеобразным психологическим барьером, сдерживающим дальнейшую массовую конвертацию рублёвых накоплений предприятий и населения в иностранную валюту. Однако дополнительное обесценение рубля в случае ещё большего ослабления внешнеэкономической конъюнктуры способно с новой силой подхлестнуть долларизацию отечественной экономики.

Сопоставление уровня долларизации российской экономики с другими крупными развивающимися экономиками, в частности, с Бразилией, Мексикой, Аргентиной, Индией, ЮАР, показывает, что Россия заметно опережает их по таким показателям, как доля обязательств и кредитов в иностранной валюте соответственно в совокупном объёме обязательств и общем кредитном портфеле национальной банковской системы. Так, по данным МВФ, если в странах БРИКС указанные показатели составляли в последнее десятилетие в среднем 10–15%, то в России – 25–30% (см. рис. 5, 6). Среди крупных развивающихся экономик более высокий уровень долларизации национального хозяйства по сравнению с Россией наблюдается лишь в Турции.

У большинства развитых государств уровень долларизации экономик, измеряемый показателями доли обязательств и кредитов в иностранной валюте в совокупном объёме обязательств и общем кредитном портфеле национальной банковской системы, колеблется от 10 до 25% и более. В частности, такие значения характерны для многих западных стран. Так, у Великобритании и Швейцарии, располагающих крупными международными финансовыми центрами, в которых циркулируют значительные международные потоки капитала, уровень долларизации экономик превышает 50%. Канаду также характеризуют более

высокие по сравнению с Россией показатели долларизации экономики, что объясняется особенностями её географического положения и тесными экономическими связями с США, на долю которых приходится более 80% канадского экспорта.

Рисунок 4

Обязательства в иностранной валюте, % от совокупного объёма всех обязательств кредитных организаций

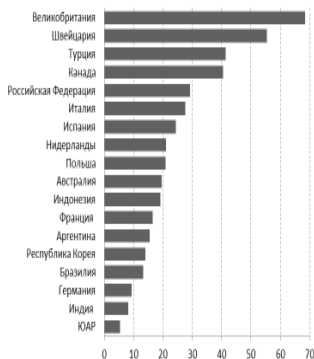
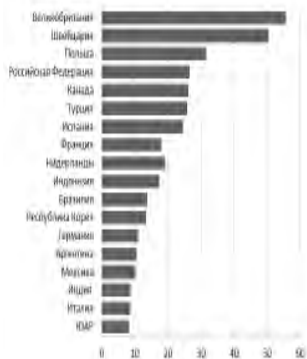


Рисунок 5

Кредиты в иностранной валюте, % от совокупного объёма всех кредитов, выданных кредитными организациями*



Высокие показатели долларизации экономик, характерные для многих развитых стран, отражают их активную вовлечённость в мировое хозяйство, при которой средства в иностранной валюте опосредуют трансграничное движение товаров, работ, услуг и капитала. В этом их принципиальное отличие от показателей долларизации российской экономики, в которой иностранная валюта служит прежде всего средством защиты накоплений предприятий и населения от обесценения. Таким образом, если в России уровень долларизации экономики выступает в первую очередь своеобразным индикатором доверия к экономической политике государства, то в развитых странах он характеризует прежде всего масштабы использования иностранной валюты в их внешнеэкономической деятельности.

Основными предпосылками долларизации российской экономики выступают низкая покупательная способность рубля, а также высокая макроэкономическая неопределённость и импортозависимость. Этому процессу способствуют также широкая

либерализация валютного законодательства, мягкое регулирование размеров открытых валютных позиций кредитных организаций и неустойчивость платёжного баланса страны.

В свою очередь, к наиболее значимым последствиям долларизации российской экономики следует отнести снижение спроса на национальную валюту и усиление давления на обменный курс рубля, ускорение инфляции, падение эффективности денежно-кредитной политики, рост теневого сектора и вытеснение рубля из межстрановых расчётов.

Представляется, что в сложившейся ситуации в наибольшей мере возобновлению дедолларизации российской экономики способствовала бы стабилизация обменного курса рубля за счёт ограничения спекулятивных операций на биржевом валютном рынке. Кроме того, Банк России мог бы проводить более активную разъяснительную работу среди его участников, а также усилить меры экономического воздействия в отношении фиктивных валютных операций, включающих такой инструментарий как налоги, штрафы и лимиты на проведение валютных операций.

*П.А. Левашов**

ВЛИЯНИЕ ИЗМЕНЕНИЙ СООТНОШЕНИЯ МИРОВЫХ ВАЛЮТ НА МИРОВОЙ ЭКСПОРТ

В настоящее время для подавляющего большинства стран мира ключевая валюта внешнеторговых расчётов – доллар США, а для стран Евросоюза – евро. На протяжении первого десятилетия XXI в. наблюдались значительные колебания курса единой европейской валюты. Если в 2000 г. он составил 1,08 евро за доллар, то по итогам 2008 г. это значение снизилось до 0,68. Вместе с тем, общемировой экспорт товаров рос достаточно высокими темпами: если в 2000 г. его величина, по расчётам ЮНКТАД, составляла 6,42 трлн долл., то в 2014 г. она превысила 19 трлн долл.

В увеличение объёмов мирового экспорта вносят вклад несколько факторов. Первый и самый существенный – рост физических объёмов продаваемой продукции. Второй – повы-

* Левашов Пётр Андреевич, соискатель учёной степени к.э.н. ИМЭМО РАН.

шение цен на отгружаемые товары. И третий, представляющий наибольший интерес для оценки, – изменение курсов валют, в которых заключают экспортные контракты.

Определить вклад изменения курса евро в рост мирового экспорта позволяет оценка доли единой европейской валюты в обслуживании мирового экспорта товаров. По нашим расчётам и исследованиям некоторых экспертов, за последнее 10 лет эта доля возросла, но средняя её величина с 2000 по 2014 гг. составила около 30%.

Произведём расчёт вклада изменения курса евро в рост экспорта товаров в разные годы за указанный период, используя статистику ЮНКТАД и МВФ по динамике мировой торговли и валютному курсу евро. Условно допустим, что доля мировых контрактов, номинированных в евро, была неизменной величиной (30%) в этот промежуток времени.

Колебания значения доли евро происходили в пределах от 2 до 41%. Максимального значения показатель достиг в 2003 г., когда мировой экспорт возрос на 16,7% или на 1 090 млрд долл., а экспорт, выраженный в евро, в 2003 г. составил 2 276 млрд долл. Изменение курса евро на 19,68% увеличило его абсолютное значение на 448 077 млрд долл., или на 41% от общемирового роста экспорта.

Естественно, что при падении курса единой европейской валюты наблюдался отрицательный «курсовой» вклад в изменение объёмов мирового экспорта. Уменьшение среднегодового курса евро наблюдалось в 2000, 2001, 2009, 2010, 2012–2014 гг. Если же усреднить положительный вклад изменения курса евро за остальные годы, то получим значение, равное 20,3%.

Поскольку евро в настоящий момент занимает вторую позицию после доллара США по использованию в мировой торговле, «курсовой вклад» единой европейской валюты в рост мировой торговли составил за некоторые годы весьма весомую величину.

**В 2015–2016 гг. были выпущены следующие
доклады Института Европы**

312. Германия. 2014. Часть I. Экономика. Под ред. В.Б.Белова. ДИЕ РАН, № 312, М., 2015 г.
313. Германия. 2014. Часть II. Политика. Под ред. В.Б.Белова. ДИЕ РАН, № 313, М., 2015 г.
314. Роль малых партий в партийно-политической системе Германии. Под ред. В.Б.Белова, Е.П.Тимошенковой. ДИЕ РАН, № 314, М., 2015 г.
315. Миграционные проблемы в Европе и пути их решения. Под ред. Н.Б.Кондратьевой (отв. ред), О.Ю.Потемкиной. ДИЕ РАН, № 315, М., 2015 г.
316. Италия: от Второй Республики к Третьей? Под ред. Е.А.Масловой. ДИЕ РАН, № 316, М., 2015 г.
317. Евроинтеграция Украины: перспективы, последствия и политика России. Под ред. А.И.Бажана. ДИЕ РАН, № 317, М., 2015 г.
318. Сепаратизм в политической жизни современной Европы. Под ред. П.Е.Канделя. ДИЕ РАН, № 318, М., 2015 г.
319. Ход, итоги и последствия всеобщих парламентских выборов 2015 г. в Великобритании. Под ред. Е.В.Ананьевой. ДИЕ РАН, № 319, М., 2015 г.
320. Выборы и избирательные кампании в Европе (21014–2015 гг.). Под ред. В.Я. Швейцера (отв. ред.) и др. ДИЕ РАН, № 320, М., 2015 г.
321. 70-летие Первой ассамблеи ООН и современные вызовы меж-дународной безопасности. Под ред. Ал.А.Громыко. ДИЕ РАН, № 321, М., 2015 г.
322. В.С.Циренщиков. Евросоюз: тенденции инновационного обновления. ДИЕ РАН, № 322, М., 2015 г.
323. А.Д.Хайтун. Россия – ЕС: проблемы взаимодействия в энергетической сфере. ДИЕ РАН, № 323, М., 2015 г.
324. Большое Причерноморье: противоречия и стратегические решения для России. Под ред. А.А.Язьковой. ДИЕ РАН, № 324, М., 2016 г.
325. Ю.И.Рубинский. Судьбы гуманитарного прогресса. ДИЕ РАН, № 325, М., 2016 г.
326. Социальное развитие Европы: проблемы и перспективы. Под ред. М.В. Каргаловой и др. ДИЕ РАН, № 326, М., 2016 г.
327. Германия. 2015. Часть I. Под ред. В.Б.Белова. ДИЕ РАН, № 327, М., 2016 г.
328. Германия. 2015. Часть II. Под ред. В.Б.Белова. ДИЕ РАН, № 328, М., 2016 г.

«Reports of Institute of Europe» published in 2015–2016

312. Germany. 2014. Part I. Economy. Ed. by V.B.Belov. Reports of the IE RAS, № 312, M., 2015.
313. Germany. 2014. Part II. Policy. Ed. by V.B.Belov. Reports of the IE RAS, № 313, M., 2015.
314. The role of small parties in party-political system of Germany. Ed. by V.B.Belov, E.P.Timoshenkova. Reports of the IE RAS, № 314, M., 2015.
315. Migration in Europe: problems and remedies. Ed. by N.B.Kondratyeva, O.Yu.Potemkina. Reports of the IE RAS, № 315, M., 2015.
316. Italy: from the Second Republic to the Third? Ed. by E.A.Maslova. Reports of the IE RAS, № 316, M., 2015.
317. Euro integration of Ukraine: prospects, consequences and Russia's policy. Ed. by A.I.Bazhan. Reports of the IE RAS, № 317, M., 2015.
318. Separatism in the political life of modern Europe. Ed. by P.E.Kandel. Reports of the IE RAS, № 318, M., 2015.
319. UK General Election-2015: the Pre-election Campaign, Results and Consequences. Ed. by E.V.Ananieva. Reports of the IE RAS, № 319, M., 2015.
320. Elections and election campaigns in Europe (2014–2015). Ed. by V.Ya.Shweitzer and others. Reports of the IE RAS, № 320, M., 2015.
321. The 70th Anniversary of the First UN Assembly and Current Challenges to International Security. Ed. by Al.A.Gromyko. Reports of the IE RAS, № 321, M., 2015.
322. V.S.Tsirenschikov. European Union: tendencies of innovative renewal. Reports of the IE RAS, № 322, M., 2015.
323. A.D.Khaitun. Russia – EU: problems of interaction in the energy sector. Reports of the IE RAS, № 323, M., 2015.
324. The Wider Black Sea Region: contradictions and strategic solutions for Russia. Ed. by A.A.Yazkova. Reports of the IE RAS, № 324, M., 2016.
325. Y.I.Rubinskii. The destiny of humanitarian progress. Reports of the IE RAS, № 325, M., 2016.
326. European social development: problems and perspectives. Ed. by M.V.Kargalova and others. Reports of the IE RAS, № 326, M., 2016.
327. Germany. 2015. Part I. Ed. by V.B.Belov. Reports of the IE RAS, № 327 M., 2016.
328. Germany. 2015. Part II. Ed. by V.B.Belov. Reports of the IE RAS, № 327 M., 2016.

Научное издание

МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА: НАСТОЯЩЕЕ И БУДУЩЕЕ

Доклады Института Европы
№ 329

Подписано в печать 06.10.2016. Формат 60×90 ¹/₁₆
Бумага офсетная. Печать офсетная. Усл.-печ. л. 7,25
Тираж 200 экз. Заказ № 789

Издательство «Нестор-История»
197110 СПб., Петрозаводская ул., д. 7
Тел. (812)235-15-86
e-mail: nestor_historia@list.ru
www.nestorbook.ru

Отпечатано с готового оригинал-макета
в типографии издательства «Нестор-История»
Тел. (812)622-01-23